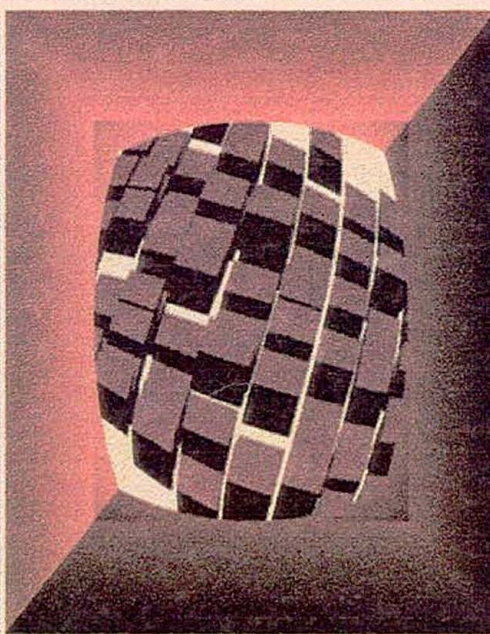
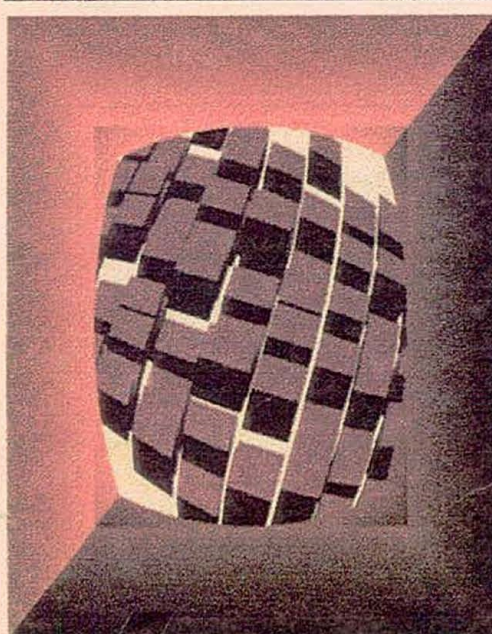
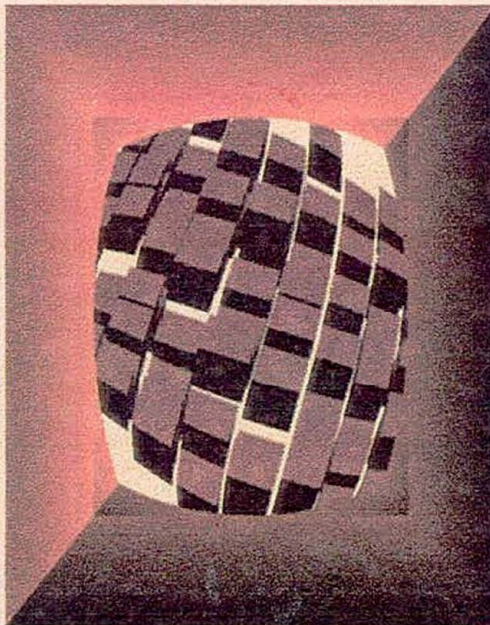
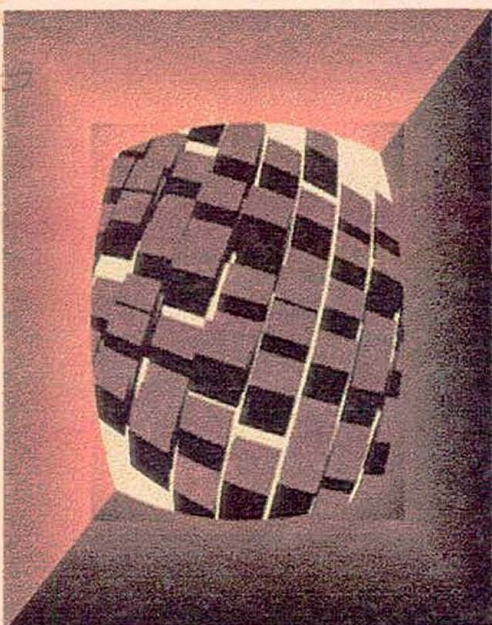
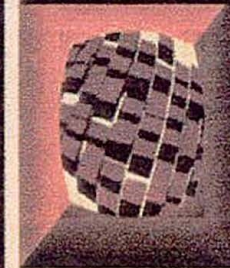
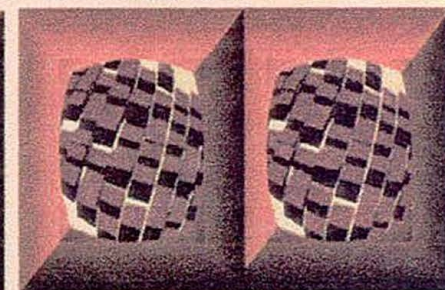
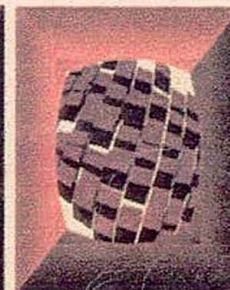
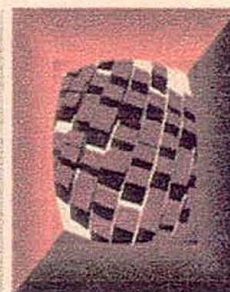


INFRA-ESTRUTURA

perspectivas de reorganização

FINANCIAMENTO



ipea

Ministério do Planejamento e Orçamento
Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

INFRA-ESTRUTURA
perspectivas de reorganização

FINANCIAMENTO

ipea

MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO E ORÇAMENTO

Ministro: *Antônio Kondir*

Secretário Executivo: *Mortus Tavares*

ipea

Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

Presidente

Fernando Rezende

DIRETORIA

Claudio Monteiro Considero

Gustavo Maia Gomes

Luís Fernando Tirani

Luiz Antonio de Souza Cordeiro

Mariano de Matos Macedo

Murilo Lôbo

PROJETO - PERSPECTIVAS DA REESTRUTURAÇÃO
FINANCEIRA E INSTITUCIONAL DOS SETORES
DE INFRA-ESTRUTURA

Coordenador Geral - *Tomás Bruginiski de Paula*

Assistente da Coordenação - *Carlos Cesar Marques Frausino*

Infra-estrutura: perspectivas de reorganização; financiamento/Fernando
Rezende e Tomás Bruginiski de Paula (Coordenadores). — Brasília: IPEA,
1998.

205 p.

1. Infra-Estrutura Física - Financiamento. 2. Concessões - Financiamento.
3. Fundos de Pensão — Brasil. I. Rezende, Fernando II. Paula, Tomás
Bruginiski de III. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada IV. Título

CDD 351.87

SUMÁRIO

Apresentação

Concessões: Financiamento e Novos Elementos
Geraldo Biasoto Jr., Manuelito Pereira Magalhães Jr. 09

Os Fundos de Pensão e o Financiamento da Infra-Estrutura
Maria Cristina Penido de Freitas 37

Tarifas das utilities em um Contexto de
Liberalização/Privatização
Thompson A. Andrade 101

O Financiamento da Infra-Estrutura Urbana: os Impasses,
as Perspectivas Institucionais, as Perspectivas Financeiras
Josef Barat 125

Financiamento à Infra-Estrutura: o Contexto Internacional
e as Expectativas de Longo Prazo
Gilson Schwartz 173

APRESENTAÇÃO

A expansão dos investimentos em infra-estrutura é condição crucial para a retomada e sustentação das taxas de crescimento da economia no médio prazo, e a eficiência na prestação desses serviços torna-se, cada vez mais, fator central à competitividade da economia, em um contexto de inexorável liberalização comercial. Nos vários setores, trata-se não apenas de superar empecilhos ao crescimento, acumulados ao longo dos últimos anos, mas também de explorar o próprio potencial dinamizador que a recuperação dos investimentos pode adquirir para o conjunto da atividade econômica.

De acordo com as projeções do Plano Plurianual, os investimentos nas principais áreas de infra-estrutura devem alcançar cerca de R\$ 85,4 bilhões no período 1996-1999. Estudo recentemente concluído pelo IPEA, contudo, nota que a elevação das taxas médias anuais de crescimento da economia, a partir do ano 2 000, para cerca de 5,6%, supõe uma elevação da taxa agregada de investimentos para cerca de 19,0% do PIB, o que significa um acréscimo da ordem de R\$ 52,0 bilhões/ano ao nível corrente de investimentos.¹ Os setores de infra-estrutura, pelas estimativas existentes, devem responder por parcela expressiva desse incremento, com crescente participação do setor privado.

Mas não é apenas a magnitude dos investimentos que chama a atenção nessas áreas. Está em curso, e deve avançar nos próximos anos, uma profunda reorganização dos mercados, das estruturas de prestação dos serviços, das formas de concorrência e das relações entre mercado e poder público, com implicações regulatórias evidentes.

Os modelos de organização setorial que prevaleceram até aqui caracterizavam-se, além de pelo controle estatal, por serem, em geral, fortemente centralizados, com predominância de grandes empresas verticalizadas, mercados regionalmente segmentados e ausência de concorrência nas diferentes fases de produção e disponibilização dos serviços. Além disso, confundiam-se, na prática, as funções de planejamento, regulação e operação da infra-estrutura. O novo contexto indica não apenas uma significativa ampliação da presença do setor privado mas, também, maior descentralização das decisões de investimento e da implementação das políticas, progressiva introdução de concorrência em diferentes etapas da cadeia produtiva, flexibilização da regionalização dos mercados, redução do grau de verticalização, além da separação, inclusive institucional, da operação, planejamento e regulação dos diferentes mercados.

Do ponto de vista financeiro, especialmente em um quadro de importantes restrições fiscais, novas formas de financiamento são necessárias e vêm sendo buscadas pelas próprias empresas estatais, pelos agentes financeiros oficiais - como o BNDES - e pelo setor privado. Há crescente substituição das formas tradicionais de endividamento e a emergência de novos agentes - como os fundos de pensão -, com potencial para financiar a operação e, ainda, a expansão dos investimentos. As tarifas, por sua vez, readquirem importância como referencial básico de remuneração dos investimentos, com amplas revisões das estruturas tarifárias existentes, e os recursos externos voltam a compor o funding desses sistemas de uma forma mais sistemática.

Note-se que os fundos fiscais não deixarão de estar presentes no financiamento da infra-estrutura. Entretanto, sua utilização deverá ser orientada por grande seletividade, tanto para as áreas que são pouco atrativas aos capitais privados como para regiões, setores ou projetos específicos que sejam capazes de, viabilizados, alavancar investimentos complementares.

¹ IPEA. *O Brasil na Virada do Milênio: trajetórias do crescimento e desafios do desenvolvimento* — Brasília: IPEA, 1997.

É importante lembrar que mudanças semelhantes estão acontecendo em outros países, e que não decorrem apenas da crise financeira do setor público, ainda que esta seja decisiva para seu estímulo. Inovações financeiras, tecnológicas e institucionais, assim como da dinâmica da concorrência nesses setores, têm viabilizado os novos arranjos desde o final dos anos 70.

No caso do Brasil, à necessidade de modernização dos sistemas, adicionam-se as demandas próprias de uma economia com forte potencial de crescimento e com carências acumuladas em várias áreas. Aqui, diferentemente do que acontece nos países desenvolvidos, até mesmo serviços básicos como os de suprimento de energia elétrica, telefonia fixa e abastecimento de água são áreas que devem se expandir a taxas elevadas, acima das taxas de crescimento da economia, em um horizonte de pelo menos dez anos. As metas previstas no Plano Plurianual e nos planos setoriais, bem como os projetos priorizados no âmbito do Programa Brasil em Ação, são indicativas das magnitudes envolvidas e dos desafios a serem enfrentados, quer do ponto de vista do equacionamento financeiro para as demandas existentes, como de estruturação de um arcabouço institucional adequado para a nova realidade emergente nessas áreas.

Assim, as transformações em curso caracterizam uma nova fase das privatizações no país, com resultados financeiros reconhecidamente expressivos e que devem superar amplamente os auferidos na etapa inicial do Programa Nacional de Desestatização. Colocam, também, desafios importantes para as políticas públicas e para as instâncias de decisão e coordenação das ações de governo, no sentido de que as reformas viabilizem o crescimento, elevem a competitividade da economia e contribuam para a redução das grandes desigualdades persistentes no país.

O IPEA, com o intuito de apreender o significado e as implicações desse processo de reorganização da infra-estrutura, e de ter uma visão integrada das mudanças capaz de subsidiar a formulação das políticas para essas áreas, desenvolveu, a partir do segundo semestre de 1996, a realização do projeto Perspectivas da Reestruturação Financeira e Institucional dos Setores de Infra-Estrutura. Envolvendo um conjunto relevante de especialistas em várias áreas, o projeto foi desenvolvido entre setembro de 1996 e julho de 1997, e contou com apoio financeiro do BNDES e do BIRD (Projeto BIRD 2810-BR), além de recursos do próprio IPEA.

A análise dos processos de reorganização da infra-estrutura foi desdobrada em três componentes básicos; sendo um setorial e dois de caráter mais geral, analisando temas ou aspectos comuns aos diferentes setores. No componente setorial, procurou-se recuperar a trajetória recente e identificar as principais características, potencialidades e problemas das reestruturações em curso nos setores de energia elétrica, telecomunicações, infra-estrutura rodoviária, portos, ferrovias e saneamento básico. Nesses estudos, além da análise da situação atual da oferta dos serviços e das reformas ora experimentadas, foram sempre consideradas as experiências internacionais relevantes na discussão do caso brasileiro. Um segundo componente procurou avaliar diferentes aspectos ligados ao financiamento da infra-estrutura, como a participação dos investidores institucionais, a questão tarifária, o financiamento da infra-estrutura urbana e as possibilidades abertas com as concessões. Finalmente, o terceiro conjunto de trabalhos analisou as principais mudanças institucionais em curso, enfatizando a questão regulatória, os impactos regionais e algumas experiências estaduais de reorganização desses segmentos.

Para o IPEA, o desenvolvimento do trabalho representou a oportunidade de retomar, em um novo contexto, a temática da infra-estrutura. Nesse sentido, o projeto representa uma etapa inicial, que complementa outras iniciativas do Instituto na mesma área e que já têm desdobramentos em outros projetos, especialmente voltados para as questões do financiamento e da regulação.

Para disseminar as análises realizadas e aprofundar a discussão dos temas, o IPEA está publicando os relatórios em oito volumes, segundo os principais tópicos do projeto.² Versões preliminares desses trabalhos

² A relação completa dos tópicos abordados figura ao final deste volume.

foram apresentadas e discutidas em workshops promovidos pelo Instituto, reunindo consultores, técnicos do governo e especialistas. Entretanto, e muito embora todos os textos tenham se originado de um termo de referência básico proposto pelo IPEA, as opiniões neles emitidas são de responsabilidade dos seus autores e, não necessariamente, refletem o ponto de vista do IPEA ou do Ministério do Planejamento e Orçamento.

Este volume aborda, sob diferentes aspectos, a questão do financiamento da infra-estrutura. A preocupação subjacente diz respeito à necessidade de reestruturar os mecanismos tradicionais de financiamento, estabelecendo bases institucionais e financeiras que viabilizem a expressiva mobilização de recursos necessária à expansão sustentada dos investimentos na área.

A análise setorial das principais características e impasses de financiamento está inscrita nos respectivos relatórios do projeto. Aqui, trata-se de examinar alguns pontos do financiamento da infra-estrutura que se colocam, ainda que de formas e com importâncias distintas, para todos os setores.

Vários são os elementos que marcam a transição para novos arranjos de financiamento. O instituto da concessão passa a ser central no arcabouço institucional dos serviços e, por conseqüência, para o seu financiamento. Novos agentes começam a atuar como investidores em projetos e/ou empresas, com destaque para o potencial dos investidores institucionais e para as possibilidades abertas pela entrada de capitais externos, e, em todas as áreas, as tarifas e as políticas tarifárias passam a ter relevância como referencial básico para a remuneração dos capitais investidos. Por outro lado, áreas tradicionalmente dependentes do financiamento tradicional, como o desenvolvimento urbano, passam também a buscar fontes alternativas para a composição do seu financiamento. Esses são os temas cobertos pelos textos deste volume, que marcam algumas áreas de trabalho e questões a serem aprofundadas em novos projetos do IPEA.

Note-se que um desafio claro para que avance a discussão das alternativas de financiamento nessa área é de natureza institucional. Além dos marcos regulatórios, que agora vão sendo definidos, a ausência de instrumentos contratuais que viabilizem a repartição de riscos entre promotores, financiadores e operadores das concessões é uma barreira que vem sendo transposta caso a caso, especialmente com a participação do BNDES, mas que ainda representa um obstáculo à viabilização de muitos projetos, especialmente os de maior porte.

O primeiro texto deste volume, de Geraldo Biassoto e Manuelito Magalhães, analisa as principais características das concessões, os requisitos para a viabilização financeira desse novo formato de prestação dos serviços - especialmente tendo em vista sua adequação ao project financing -, e propõe algumas alternativas para a viabilização do financiamento da infra-estrutura, ancoradas no papel central que já vem sendo exercida pelo BNDES e na criação de títulos específicos, que permitiriam captar a poupança institucional e separar riscos de construção e operação dos projetos. Examina também a pertinência e o potencial da vinculação de recursos de fundos financeiros já existentes para esse fim, bem como a necessária criação de um sistema de garantias para projetos na área.

As tarifas e as políticas passam a ser centrais no novo contexto de financiamento dos investimentos e da operação dos serviços de infra-estrutura. O trabalho do prof. Thompson de Andrade, partindo do problema da tarifação ótima nos serviços públicos, fornece uma visão abrangente da questão tarifária nas utilities e enfatiza os potenciais conflitos de objetivos, a necessidade de reexaminar as formas de subsidiar os consumidores de baixa renda e as principais vantagens e desvantagens dos regimes tarifários que, na experiência internacional, vêm sendo aplicados a esses serviços. Nota-se que a definição e a observância desses regimes responderá por boa parte das atividades das novas agências reguladoras.

O trabalho de Maria Cristina Penido de Freitas oferece uma clara visão das questões envolvidas na mobilização efetiva de poupança institucional para financiamento dos investimentos. Além de contextualizar o potencial papel dos chamados investidores institucionais, havia preocupação, aqui, em mapear a experiência internacional nessa área, que aponta para uma relativa diversidade de regras, experiências e

trajetórias dos sistemas. Essa visão comparada é uma referência importante para a análise do caso brasileiro, em que a tendência de forte expansão dos ativos em mãos desses agentes convive com uma experiência institucional e regulamentar ainda incipiente. Sublinha-se, em particular, a pertinência em conceber políticas financeiras que induzam a efetiva participação direta ou indireta dos fundos de pensão e seguradoras no funding dos investimentos em infra-estrutura, como vem sendo estudado, por exemplo, pelo BNDES.

No caso da infra-estrutura urbana, que não foi coberta enquanto tal no âmbito dos relatórios setoriais - inclusive por se tratar de um corte relativamente distinto no tratamento da infra-estrutura -, estamos diante de um conjunto de investimentos de magnitudes elevadas, de precificação, em geral, mais complexa, e cujo financiamento se ressentia, hoje, da crise fiscal e da falência dos sistemas que, por duas décadas, viabilizaram recursos para saneamento, habitação e transporte urbano. A análise do prof. Josef Barat recupera os principais traços do financiamento desses setores, os impasses atuais e as alternativas que vêm sendo buscadas, tanto do ponto de vista das linhas de financiamento, quanto de inovações nas formas de gestão das políticas, marcadas por crescente descentralização.

Finalmente, o texto do prof. Gilson Schwartz procura identificar os condicionantes gerais aos investimentos em infra-estrutura, especialmente tendo-se em conta as principais tendências e a evolução recente do sistema financeiro internacional. Embora as transformações na base técnica, nos arranjos institucionais e as inovações nas formas de mobilização de recursos abram muitas possibilidades para a expansão dos investimentos, as condições específicas de oferta dos fundings, as negociações comerciais entre blocos e/ou países e, principalmente, a persistência de desequilíbrios macroeconômicos tornam mais instáveis os fluxos de capitais para o financiamento de projetos de investimento e evidenciam os riscos de uma exposição externa elevada.

Este volume aborda, assim, vários aspectos cruciais do financiamento da infra-estrutura, que já vêm sendo trabalhados pelo IPEA e que devem ser desdobrados em projetos futuros. A questão tarifária, especialmente no contexto da regulação, o exame de novos instrumentos financeiros e o aprofundamento da análise dos investidores institucionais e do financiamento externo a projetos de infra-estrutura certamente fazem parte da agenda de pesquisas.



Fernando Rezende
PRESIDENTE DO IPEA



Tomás Bruginski de Paula
COORDENADOR DO PROJETO

Concessões: Financiamento e Novos Elementos

*Geraldo Biasoto Jr.**
*Manuelito Pereira Magalhães Jr.***

* Professor do Instituto de Economia da UNICAMP.

** Assessor Parlamentar do Senado Federal.

Este trabalho foi elaborado no âmbito do Convênio IPEA/BNDES.

SUMÁRIO

APRESENTAÇÃO	13
1. NOVOS ELEMENTOS PARA A ENTRADA DE CAPITAIS PRIVADOS NOS SERVIÇOS PÚBLICOS	13
2.A EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL: DUAS QUESTÕES PARA O DEBATE	15
2.1. Critérios de rentabilidade e tarifação	15
2.2. Concessão: há um modelo?	16
3. O INVESTIMENTO EM INFRA-ESTRUTURA E OS FORMATOS DOS PROCESSOS DE CONCESSÃO DE SERVIÇOS PÚBLICOS	19
4. AS QUESTÕES DO FINANCIAMENTO DO EMPREENHIMENTO	24
5. PROPOSTAS PARA A VIABILIZAÇÃO DO FINANCIAMENTO À INFRA-ESTRUTURA	27
5.1. A mobilização de recursos para a fase de construção	28
5.2. Mobilização de recursos para os financiamentos permanentes	31
5.3. Risco e garantias	33
CONSIDERAÇÕES FINAIS	34
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	35

APRESENTAÇÃO

A crise do padrão tradicional de financiamento dos investimentos em infra-estrutura, alicerçado em capitais oriundos do setor público, aliada à perspectiva de rentabilidade das aplicações privadas nos serviços públicos, propiciou um movimento de ampliação da presença dos capitais particulares nesses investimentos, mediante contratos de concessão.

Este texto aborda questões relativas a esse processo, enfatizando a discussão dos aspectos relativos à estruturação do suporte financeiro para a viabilização dos empreendimentos.

Assim é que a primeira seção trata dos diferentes fatores de ordem estrutural que, hoje, impulsionam o setor privado em direção ao investimento em infra-estrutura, enquanto a segunda seção arrola, da experiência internacional, duas questões emergentes para a discussão de concessões: o problema do controle das tarifas e o da flexibilidade institucional necessária à viabilização dos empreendimentos concedidos.

Na terceira etapa discutem-se os diferentes tipos de concessão, enfatizando-se aspectos institucionais da realidade brasileira – em particular, o papel do poder público como determinante do sucesso de uma parceria público–privada.

As questões ligadas à estruturação financeira das operações de concessão são discutidas na quarta parte, na qual são também listados os tipos de contrato que envolvem uma *special purpose company* (SPC), assim como os tipos de risco associados à estrutura financeira do empreendimento a ser concedido.

Por fim, a quinta seção propõe medidas destinadas a viabilizar o financiamento à infra-estrutura, a partir de um diagnóstico do momento atual do mercado brasileiro de créditos à infra-estrutura.

1. NOVOS ELEMENTOS PARA A ENTRADA DE CAPITAIS PRIVADOS NOS SERVIÇOS PÚBLICOS

São conhecidas as características dos serviços públicos¹ nas sociedades modernas, na maioria dos casos diretamente vinculadas ao grau de desenvolvimento econômico do país. A caracterização tradicional associa esses serviços à inexistência de concorrência efetiva, não só por razões operacionais ("monopólios naturais") como também pela existência de regulação por parte do poder público que agiria, para proteger o interesse coletivo, basicamente mediante fixação de preços.

Em termos estritamente econômicos, os serviços públicos seriam tradicionalmente caracterizados, segundo Solanes,² por:

- altos graus de economia de escala e de escopo;
- exigência de elevado investimento inicial em capital fixo (empreendimento intensivo em capital);³

¹ Tradicionalmente, o conceito de serviços públicos está associado à prestação de serviços nas atividades de energia, telecomunicações, água, esgoto, saneamento, coleta e destinação de lixo e gás encanado. Para os nossos objetivos, contudo, podemos incluir nesse conceito, por conta de suas características técnicas, as obras públicas e o setor de transportes, configurando um novo conceito: o de infra-estrutura econômica (Banco Mundial, *Relatório sobre o Desenvolvimento Mundial, 1994: Infra-estrutura para o Desenvolvimento*, Rio de Janeiro, FGV, 1994).

² Miguel Solanes, exageradamente a nosso ver, chega a conferir a um sistema de serviços públicos importância similar à existência de um sistema monetário, de crédito ou educativo. Ver: Solanes, M. Privatización de los servicios públicos de agua. *Revista de la CEPAL*, n. 56, Santiago, pág. 149 a 162, agosto 1995.

- presença de capacidade ociosa;
- limitações operacionais à concorrência efetiva;
- inelasticidade da demanda; e
- necessidade de instrumentos regulatórios.

Ao longo das últimas décadas algumas dessas características desestimularam o setor privado a realizar investimentos em infra-estrutura. Atualmente, devido a diversos fatores, o setor privado vem revendo sua postura, dando outros contornos à idéia de monopólio natural e, mais que isso, incorporando à realidade econômica um novo padrão de concorrência e de financiamento da infra-estrutura, onde a participação do setor privado é fundamental.

Um dos fatores estruturais que determina a introdução de novas tecnologias na prestação dos serviços públicos refere-se a aspectos tecnológicos. O melhor exemplo é o da tecnologia digital, que propiciou a intensificação da concorrência e reduziu as necessidades de investimento, ao praticamente eliminar a dependência de redes físicas de comunicação. No setor energético a novidade fica por conta do aperfeiçoamento da utilização de fontes térmicas de calor e da evolução das turbinas, permitindo que projetos de geração de energia em escala reduzida tornem-se atraentes econômica e financeiramente.

A busca de gestão mais eficiente do serviço prestado ensejou, ainda, a passagem para a iniciativa privada de outras áreas de atuação pública, como é o caso da cobrança de pedágio em estradas, pontes etc. Aliás, nesse caso em particular, o uso da tecnologia de células fotoelétricas viabilizou a cobrança de modo mais eficiente, permitindo inclusive a diferenciação da tarifa em termos de horário.

Além disso, com vistas à atração de capitais privados, desenvolveram-se novas formas de operação e gestão de infra-estrutura, que incorporou até mesmo a divisão entre as diversas atividades que compõem o serviço, como no setor elétrico, onde há possibilidade de competição – ainda que limitada – na geração e distribuição, mas não há essa possibilidade na transmissão.

Um segundo fator, este de natureza histórica foi a expansão, a partir de fins dos anos 70, do investimento direto internacional no setor de serviços dos países em desenvolvimento, em continuidade ao que ocorrera nos anos 60 e 70, configurando a existência de novos *players*, no cenário econômico internacional, ligados à área de serviços.

Aliado a esses dois fatores há um terceiro, de natureza institucional, ligado à maior presença de investidores institucionais (seguradoras, fundos de pensão e de investimento) no mercado de capitais, potencialmente associada a diversas formas de securitização de dívidas e recebíveis. Tais investidores têm sua performance – vale dizer, sua capacidade atuarial de atendimento da demanda – diretamente associada à escolha de ativos de boa rentabilidade, reduzida margem de risco e alto grau de mobilidade. Assim, a escolha de investimentos de longo prazo, mediante participação acionária ou simples financiamento (via bônus, notas ou outros títulos) dos projetos de infra-estrutura constitui excelente alternativa para esses investidores.

De outra maneira, algumas características tradicionais dos setores ligados aos serviços públicos, particularmente aquelas que reduzem a possibilidade de concorrência no atendimento ao usuário, contribuíram para a percepção, por parte do setor privado, da existência de um nicho atraente de mercado, porquanto possibilita reduzir as incertezas quanto ao retorno do investimento.

³ O setor de água e saneamento exigiria uma relação capital/receitas de até 12:1, enquanto a telefonia seria de 3:1, eletricidade 3-4:1 e aviação 1:1. Ver: Solanes, M. *op. cit.*

De fato, a operação em caráter exclusivo permite a realização de investimentos – ainda que de grande monta – com menor margem de risco. Comparativamente às inversões em setores competitivos, onde a dinâmica de produtos e processos pode corroer a rentabilidade dos investimentos, há menos incerteza no cálculo das decisões de investimento ligadas à prestação de serviços públicos em atividades caracterizadas por monopólios naturais. Vale dizer, as mudanças na forma e na intensidade da concorrência, no capitalismo atual, produziram a grande atratividade dos investimentos privados em serviços públicos, o menor grau de risco e a previsibilidade do retorno dos capitais investidos.

Por último, cabe lembrar que a ampliação da presença do setor privado nos investimentos em infra-estrutura não foi acompanhada, em sua nova dinâmica, pela participação do setor público. Ao contrário, as novas tendências no mercado internacional de capitais reduziram o espaço para o financiamento ao setor público (administração direta e indireta), agravando ainda mais a situação de crise nas finanças públicas.

Em suma, como foi dito, há razões de ordem estrutural que impelem a economia em direção a um novo paradigma de concorrência e financiamento da infra-estrutura econômica, onde é fundamental a presença do setor privado. Esse direcionamento será tanto maior quanto maior for a debilidade das finanças públicas, vale dizer, quanto menor for a capacidade do setor público gerar poupança.

2. A EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL: DUAS QUESTÕES PARA O DEBATE

Como visto, a necessidade de aumentar a eficiência na prestação de serviços públicos, bem como as mudanças estruturais na economia ampliaram a participação do setor privado em empreendimentos de infra-estrutura, em escala internacional. Nosso objetivo nesta parte do trabalho será o de pontuar duas questões cruciais ligadas a esse novo modelo de financiamento da infra-estrutura, à luz da experiência internacional.

2.1 Critérios de Rentabilidade e Tarifação

Uma das questões mais controversas diz respeito à fixação de critérios para determinação da rentabilidade do concessionário dos serviços públicos, bem como a relação dessa rentabilidade com o nível das tarifas cobradas pela prestação do serviço⁴. O aspecto mais visível dessa questão refere-se à fixação de um nível mínimo de rentabilidade para o concessionário. Se, por um lado, essa é uma garantia relevante à montagem de uma estrutura de financiamento (*project finance*), por outro pode significar um prêmio a operações ineficientes, mascaradas pelo nível mínimo de rentabilidade. Além disso, sempre permanece o questionamento acerca do que seria "rentabilidade razoável".

No Estado de Nova Iorque (EUA), a legislação estabelece que as tarifas de água obedecerão a um nível de justiça e razoabilidade. Obviamente, isso colocaria a tarifa entre dois níveis: o primeiro seria aquele abaixo do qual o concessionário incorreria em perdas; o segundo, o que garantiria a cobertura dos custos de operação do sistema, um retorno sobre os investimentos e, ainda, a possibilidade de alavancagem de recursos nos mercados de capitais.

As diretrizes para o nível das tarifas são reforçadas pela jurisprudência americana, onde há decisões estabelecendo que "a rentabilidade da inversão deve ser comparada com as atividades de risco e incerteza semelhantes, em áreas semelhantes, e no momento em que se está avaliando". Além disso,

⁴ Nesse caso não é demais registrar a existência de um conflito de interesses, porquanto o interesse público estaria afeito à melhor qualidade e ao menor preço possível, enquanto o interesse privado buscaria maximizar seus lucros. A existência desse conflito apenas reforça a necessidade de regulamentação específica e eficiente do processo de concessão, para evitar injustas transferências de renda entre consumidores e investidores.

afirma-se também que "a rentabilidade não é uma soma específica, nem pode ser estabelecida com uma fórmula predeterminada, pois está sujeita às variações das condições econômicas derivadas da economia em geral e das situações específicas das empresas".⁵

Duas seriam as consequências diretas de um sistema com essa conformação: (i) a extrema necessidade de organismos independentes⁶ capazes de avaliar a real situação dos concessionários, a qualidade dos serviços, as condições de operação do empreendimento e, sobretudo, a capacidade econômico-financeira dos usuários, e (ii) a utilização, por esse organismo, do mecanismo de fixação das tarifas como elemento indutor do desempenho do concessionário.⁷

As companhias francesas de água e saneamento, nas quais em princípio há maior liberdade tarifária e cujas tarifas são compostas por duas partes distintas, destinadas especificamente a cobrir o funcionamento da operação e a gerar recursos para investimentos, são líderes em inovações tecnológicas e de gestão.

Na experiência inglesa os sistemas de água potável e saneamento foram privatizados, em 1989, sob uma sistemática de fixação de preços máximos, uma forma de reconhecer as características do setor – uso intensivo de capital e baixa produtividade – como desestimuladoras do investimento privado. Ao agir dessa forma a agência de regulação do setor (*Office of Water Services*) favoreceu os investidores, em detrimento dos consumidores. Em julho de 1994, o sistema foi revisto, rebaixando-se os *top prices*, em meio ao descontentamento geral da população.

Sem dúvida, a forma de fixação (e evolução) das tarifas constitui-se num dos pilares de um sistema de concessão que se pretenda bem sucedido, pois dela depende todo o equilíbrio financeiro e econômico do contrato entre as partes. O financiamento para os investimentos necessários dependerá, em grande parte, das receitas futuras que o concessionário espera obter, estreitamente vinculadas ao valor da tarifa e sua forma de alteração ao longo da vigência do contrato. Dessa maneira, a rigidez da regulamentação será um fator inibidor do financiamento privado.

Por outro lado, a completa liberdade de fixação da tarifa pelo concessionário gera um conjunto de implicações, particularmente de ordem política, por tratar-se de serviço público no qual a concorrência não é uma realidade, privando o usuário da liberdade de escolha.

Em suma, a questão da regulação das tarifas requer, antes de mais nada, a existência de mecanismos de controle, sejam eles organismos independentes ou não. Importa apenas a capacidade técnica necessária para o acompanhamento da gestão do concessionário e dos demais elementos do campo econômico que condicionam a performance empresarial. Além disso é preciso que estejam bem estipuladas, em contrato, as condições para a readequação das tarifas às diferentes realidades com que concessionário e usuário haverão de deparar-se ao longo da vigência do contrato, sob pena de inviabilização do processo de concessão.

2.2 Concessão: Há um Modelo?

Com isso chegamos à outra questão a ser discutida: o *modus operandi* e o *modus faciendi* da concessão.

Genericamente, a escolha dos concessionários recai sobre grupos econômicos financeiramente fortes, com o necessário respaldo técnico para levar a cabo a tarefa que lhes é destinada. Todavia al-

⁵ Ver Solanes, *op. cit.*, p. 154.

⁶ Independente no sentido de livre de pressões e disputas.

⁷ Sob esse aspecto, é forçoso lembrar que há registros na literatura de casos onde a tarifa foi rebaixada como forma de punir uma operação ineficiente.

guns aspectos merecem ser destacados, posto que sobre eles recai grande parte da responsabilidade pelo fracasso ou sucesso de uma concessão.

Primeiramente deve-se ter em conta que o processo de concessão envolve, de pronto, algumas vantagens, de cunho econômico [Martinand (1996)]:

- num contexto de escassez de recursos orçamentários, possibilidade de utilização de recursos oriundos do setor privado;
- maior responsabilidade do concessionário no êxito da operação, por conta de sua participação nas diferentes etapas do projeto – concepção, realização, exploração e manutenção;⁸ e
- possibilidade de substituição da lógica da gestão administrativa do setor público por uma lógica empresarial.

Tais vantagens, para serem plenamente auferidas, implicam que o poder concedente comporte-se, antes de realizada a concessão, como um parceiro do futuro concessionário, buscando realizar estudos que reduzam ao mínimo possível o grau de risco e incerteza associado a uma atividade de longa duração e, fundamentalmente, atentando para a diversidade de situações, conferindo a necessária adaptabilidade institucional ao processo de concessão.

A observação da experiência francesa é interessante para ter-se idéia do quanto as generalizações representam, no mais das vezes, puras simplificações ou abstrações da realidade.⁹

2.2.1 Garantias

A concessão implica não-transferência da titularidade do bem concedido para o concessionário que, assim, não dispõe de garantia material real, estrito senso, para obtenção de financiamento bancário. Dessa forma, restam as garantias jurídicas que devem permear a elaboração do contrato de concessão.

Várias foram as maneiras encontradas, na França, para contornar o problema:

- *garantia bancária do poder concedente* – nesse caso o concedente compromete-se a cobrir, até determinado limite fixado contratualmente, os desembolsos aos financiadores, em caso de inadimplência dos concessionários;
- *garantia de substituição do concessionário* – modalidade em que o poder concedente expressa, contratualmente, sua anuência para que haja a substituição do concessionário pelos seus credores (ou prepostos), caso haja impossibilidade do concessionário ressarcir seus financiadores; e
- *garantias acessórias do concedente* – o poder concedente pode, ainda, comprometer-se com iniciativas capazes de viabilizar o projeto em pauta, como o incentivo a determinado tipo de tráfego numa determinada região, construção de acessos, etc.¹⁰

A obtenção de garantias pelo concessionário é, em verdade, uma forma de minorar as taxas de risco embutidas na captação de créditos ou, em outras palavras, reduzir o custo do capital. Nesse sentido há ainda a possibilidade de garantirem-se fluxos financeiros do poder concedente para o

⁸ Por sua vez, isso significa que o concessionário assume os riscos inerentes à sua participação, colocando-o na condição de pleitear uma rentabilidade correspondente aos riscos assumidos.

⁹ Um bom apanhado da experiência francesa encontra-se em Martinand, C. (org.) *A Experiência Francesa do Financiamento Privado de Equipamentos Públicos*. São Paulo, Fundação SEADE.

¹⁰ Pode ainda haver a garantia pelo poder concedente da transferência de ativos, dentro do conjunto de garantias acessórias, para a completa viabilização do empreendimento, sob a forma de aporte de capital ou subsídios, como se detalhará adiante.

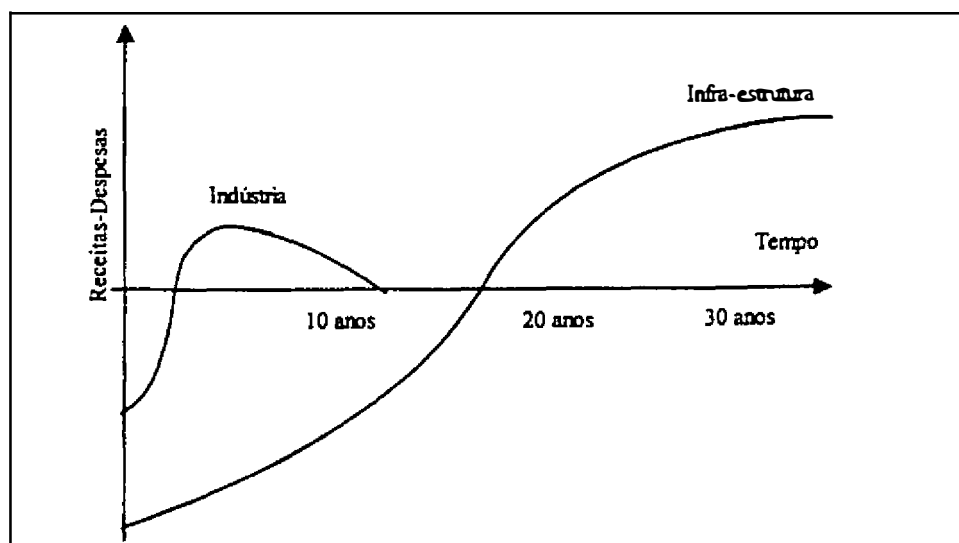
concessionário, mediante vinculação de receitas orçamentárias. Note-se que, no caso brasileiro, isso envolveria um conjunto de alterações na ordenação jurídica, inclusive de cunho constitucional.

2.2.2 Aportes do Poder Concedente

Uma das particularidades da estratégia de uma concessão é a da participação do poder concedente mediante aportes, financeiros ou não, na operação. Essa questão é particularmente importante quando se tem em conta o perfil dos fluxos de receita e despesa dos investimentos em infraestrutura.

A figura 1 compara um investimento industrial "comum" com um investimento em infraestrutura, sugerindo que no primeiro caso, em que pese o desembolso inicial, há um afluxo de receitas capaz de propiciar elevada taxa de retorno interno. Já no segundo caso a despesa inicial (investimento) é bem maior, como maior também é a sua maturação. Além disso as receitas demoram a ocorrer, mas crescem (ou estabilizam-se) durante muitos anos.

FIGURA 1
Perfis Temporários dos Fluxos de Despesas e Receitas



Fonte: Davezies & Proud'homme. In Martinand (1996:55)

Obviamente um perfil desse tipo não é muito favorável à obtenção de financiamentos privados, por conta da não-coincidência entre o prazo de maturação do investimento e o cronograma de pagamento do financiamento.

Dessa forma a presença do poder concedente, seja em garantias firmes, seja mediante aportes financeiros que viabilizem a operação nos seus primeiros anos, seja ainda em aportes em espécie (aterros, por exemplo) que reduzam o capital inicial requerido, constitui-se numa particularidade da estratégia de concessão capaz de, por si só, viabilizar um empreendimento.

Tais aportes, na verdade, resgatam o instrumento do subsídio, mas sob uma nova ótica: a de fomentar o investimento em infra-estrutura econômica, ampliando o conjunto de alternativas do usuário.¹¹

2.2.3. Duração da Concessão

Diretamente ligado aos dois aspectos anteriores está o problema da duração da concessão. Como visto, o investimento em infra-estrutura possui um tempo de resgate econômico bastante diferenciado e que influi, ainda, na rentabilidade do empreendimento. Nesse sentido, o prazo de uma concessão deve estar associado (i) ao prazo dos financiamentos bancários, (ii) ao prazo de efetivação do investimento e (iii) ao prazo de retorno econômico-financeiro do empreendimento.

Do exposto tem-se que o único prazo que não está diretamente sob controle do poder concedente e do concessionário é aquele referente ao financiamento bancário. Tal situação reforça a necessidade de uma estruturação financeira, específica para cada empreendimento (*project finance*), capaz de viabilizar alternativas que permitam compatibilizar a duração da concessão, seu tempo de resgate econômico e os prazos de financiamento bancário.

Assim, no cenário financeiro internacional, desponta a divisão, para efeito de financiamento, entre o período de efetivação do investimento propriamente dito (*construction loan*) e o período de operação do investimento (*permanent loan*). Os financiamentos concedidos para o primeiro período, de maiores riscos, obter-se-iam junto a bancos, que contariam com boa análise de risco, a taxas maiores do que aqueles financiamentos obtidos no segundo período, onde os (re)financiadores seriam menos propensos a riscos, como os fundos de pensão.

Em resumo, poderíamos responder negativamente à pergunta que intitula essa seção. Não há um modelo determinístico de concessão capaz de levar em consideração todas as especificidades históricas, econômicas, regionais e políticas. Todavia, devem-se identificar cuidadosamente parâmetros que assegurem adequado equilíbrio econômico-financeiro do contrato de concessão.

A idéia-chave é a da flexibilidade na concepção de um processo de concessão, até porque envolve uma gama de possibilidades concretas: concessão de um serviço de apoio à infra-estrutura (estacionamento), concessão de uma infra-estrutura (rodovia), concessão de infra-estrutura e serviço de apoio (rodovia e estacionamento), concessão da construção, da construção e da operação etc.

Essa diversidade tem uma face pouco visível, mas de importância decisiva para o sucesso da concessão: a partilha dos riscos. Cada modalidade possível envolve uma diferente composição de risco entre o concedente e o concessionário, situada entre dois extremos: a assunção total dos riscos pelo poder concedente e sua antítese. Ambas desequilibradoras da relação concedente-concessionário e, portanto, destinadas ao insucesso, porquanto desprezam o elemento fundamental sobre o qual se estabelece uma relação de concessão: a confiança entre os parceiros.¹²

3. O INVESTIMENTO EM INFRA-ESTRUTURA E OS FORMATOS DOS PROCESSOS DE CONCESSÃO DE SERVIÇOS PÚBLICOS

Os investimentos em infra-estrutura foram realizados, nas últimas décadas, por iniciativa do estado, que mobilizou recursos técnicos e financeiros, constituiu e administrou empresas, autarquias e órgãos. Nos anos 80, dado o esgotamento da capacidade de endividamento do estado e o questionamento da capacidade gerencial das entidades públicas, os investimentos privados tornaram-se a

¹¹ Na seção seguinte serão melhor detalhadas as formas de aporte de recursos pelo poder concedente, via subsídios.

¹² Fonte: Davezies e Proud'homme. In: Martinand. 1996, p. 55.

grande alternativa para a recuperação e expansão do equipamento público existente. A via da privatização de empresas públicas foi, e continua sendo, trilhada para um conjunto de atividades. Em outros casos, como a inexistência prévia de equipamentos, a concessão enquadra-se melhor.

Na discussão que se segue será focalizado o processo de concessão, tendo em conta a preocupação com o investimento.

Os processo de concessão de serviços públicos envolvem uma gama extremamente ampla de aspectos a serem tratados já no seu desenho inicial. O principal deles é a sua própria configuração geral. Ou seja, as obrigações do concedente e do concessionário ante a efetiva prestação do serviço de que é objeto o processo licitatório.

De caráter até mais complexo que esse delineamento é a definição dos elementos de regulamentação das obrigações – nominadamente a forma de intervenção no concessionário, em caso de prestação de serviços inadequados, ou o encaminhamento em caso de desrespeito, via tarifária, ao equilíbrio econômico-financeiro do contrato de concessão. Logicamente, as especificidades das concessões ganham grande amplitude pelas características de cada serviço e pela competência para sua normalização. O quadro 1 mostra as principais áreas que podem ser objeto de concessão.

QUADRO 1
Principais Serviços Públicos Passíveis de Concessão

SETOR	FUNDAMENTO CONSTITUCIONAL OU LEGAL	PODER COM-CEDENTE	OBSERVAÇÕES
Eletricidade	Artigo 21, inciso XII, letra "b" da CF e Lei 9.074/95	União	
Telecomunicações	Artigo 21, inciso XI da CF	União	Emenda Constitucional 8/95 permite concessão ou permissão a particular
Exploração de petróleo e gás natural	Artigo 177 da CF		Monopólio da União, vedada qualquer forma de cessão ou concessão
Distribuição de gás canalizado	Artigo 25, §2º da CF	Estado	Emenda Constitucional 5/95 permite concessão a particular
Mineração	Artigo 176, §1º da CF	União	Emenda Constitucional 5/95 permite concessão a particular
Navegação de Cabotagem e Interior	Artigo 178 da CF	União	Emenda Constitucional 7/95 permite concessão a particular
Transporte Rodoviário	Lei 9.074/95 e leis estaduais	União e Estado	
Transporte Ferroviário	Lei 9.074/95 e leis estaduais	União e Estado	
Transporte aeroviário			
Serviços portuários			
Saneamento Básico	Lei 9.074/95	Município	
Limpeza urbana	Lei 9.074/95	Município	

Fonte: FERREIRA, C.K.L., *Alternativas para a Retomada do Investimento em Infra-estrutura*, São Paulo, Sinduscon, 1996.

Questão de enorme complexidade a tratar dentro dos processos de concessão é o patrimônio público preexistente. Não há dúvida de que questões de natureza política acabam obscurecendo as técnicas. Nos vários anos em que o estado incumbiu-se da prestação destes serviços foram constituídos patrimônios expressivos. A avaliação deste patrimônio é complexa. Seu valor de mercado deveria ser inferido por meio do valor presente dos fluxos de caixa futuros. Mas a avaliação técnica das condições de manutenção de um estoque de capital intrinsecamente heterogêneo e constituído ao longo de um amplo período de tempo envolve alto risco para análise da operacionalidade e dos custos de

manutenção. Destes dois elementos é que emergem, em grande medida, as condições de custo do sistema.¹³

As receitas do empreendimento também envolvem expressivo nível de incerteza. Embora a evolução da demanda física seja de previsão bem mais simples que inúmeras das atividades tipicamente realizadas pelo setor privado, residem nas tarifas e na forma de repasse das cobranças indiretas os grandes entraves aos cálculos prospectivos de faturamento.

De um lado, o poder concedente conserva a prerrogativa legal do reajuste e do realinhamento das tarifas. Mesmo que muito bem definidas as regras de reajuste e os motivos relevantes para o realinhamento, o fato do poder concedente permanecer com os instrumentos legais para a efetivação das correções insere um componente de risco, especialmente em decorrência de um processo de concessão atravessar cinco administrações diferentes. Note-se que o disciplinamento contratual pode até ser correto, mas a necessidade de recorrer à Justiça implica extremo desgaste na relação público-privada. A solução de criação de instâncias intermediárias para mediação e-ou decisão merece ser considerada como forma de redução de riscos.

A questão da forma de cobrança e repasse também é fundamental para diversos tipos de concessão. Em vários casos, não é adequado que a concessão realize a cobrança diretamente do consumidor final, por restrições legais ou grande risco de inadimplência.¹⁴ Nesses casos a cobrança dá-se por canais financeiros públicos, implicando grandes riscos para o fluxo de caixa do concessionário.

Esse risco ocorre especialmente em duas vias.

De um lado, os repasses aos concessionários dos valores cobrados podem não se realizar, se a empresa ou órgão público responsável pelo recolhimento dos recursos decidir dar prioridade a outros pagamentos. E no caso do concessionário relacionar-se com o Tesouro a situação é ainda mais complexa, pela prevalência do princípio do caixa único.

De outro, não há como negar que a cobrança não é um ato meramente técnico na órbita pública. Uma empresa ou órgão público pode, por motivos diversos, reduzir o peso das medidas contra a inadimplência, particular ou coletiva, em determinados momentos.

Portanto, seja na forma do repasse, seja na eficácia da cobrança, sérios problemas de risco colocam-se ante a equação econômico-financeira de uma parcela dos processos de concessão em potencial.

As diversidades de situações, tanto técnica como juridicamente, têm levado à utilização de distintos formatos para os processos de concessão. Os mais usados, segundo a experiência internacional, têm sido os seguintes:¹⁵

- *BOT (build-operate-transfer)* – é baseado na concessão da exploração de um serviço por um período determinado. O concessionário é responsável pela construção de um equipamento novo, o

¹³ Outro elemento de enorme peso é o passivo trabalhista que pode estar embutido na concessão, embora isto seja mais característico dos processos de privatização. De qualquer forma, tal passivo é mensurável. Para uma análise mais detalhada dos processos de concessão ver: Souza, R. A. e T. Moreira. Reflexões sobre a Concessão de Serviços Públicos. *Revista do BNDES*, v. 2, n. 4, Rio de Janeiro, p. 39 a 54, 1996.

¹⁴ O caso mais claro é o do tratamento de esgoto, que só pode ser cobrado juntamente com o fornecimento de água, dado ser impossível cortar o esgoto em caso de inadimplemento. Outro caso semelhante é o da concessão de incineração de lixo, especialmente o residencial, que acaba sendo cobrada pelo poder público juntamente com a taxa de coleta, remoção e destinação do lixo.

¹⁵ Este elenco de formatos de processos de concessão é baseado em: Moreira, T e M.C. F. Carneiro. A Parceria Público-Privada na Infra-Estrutura Econômica. *Revista do BNDES*, v. 1, n. 2, Rio de Janeiro, BNDES, p. 27 a 46, 1994. Note-se que há outras formas contratuais (*contract-add-operate*, *super turnkey* e *operations and maintenance*), que podem ter elementos próximos ao formato concessão, mas, na verdade, são formas de terceirização.

qual será por ele mesmo operado. Ao final do período de concessão o equipamento é repassado ao estado. Esse formato é característico do serviço de tratamento de esgoto em que inexistente equipamento;

- *BTO (build-transfer-operate)* – a empresa responsável pela construção devolve ao estado o equipamento, para que ele repasse sua operação ao construtor ou a outra empresa;

- *BOO (build-own-operate)* – a concessão é realizada de forma definitiva ao empreendedor, que constrói e opera o equipamento. A construção de usinas geradoras de empresas do setor elétrico tem um formato deste gênero;

- *BBO (buy-build-operate)* – a concessão dá-se num serviço público no qual o estado já detém equipamento em funcionamento. O concessionário adquire o equipamento público para operá-lo. Na maioria dos casos tal formato envolve a ampliação do equipamento. As concessões na área de transporte têm semelhanças com este modelo; e

- *LDO (lease-develop-operate)* – semelhante ao anterior, mas ao invés da venda firma-se contrato de arrendamento e operação, envolvendo gastos de recuperação do equipamento existente.

A variação de formatos não é empecilho para o sucesso dos processos de concessão. Ao contrário, a existência de alternativas permite moldar as condições vigentes aos interesses econômicos e políticos colocados no processo.

No entanto, o formato da concessão pode definir sua viabilidade econômico-financeira. Em cada caso coloca-se uma necessidade de investimentos iniciais e uma estrutura para o fluxo de caixa. Esses elementos podem comprometer a capacidade de articulação dos agentes econômicos interessados na concessão e até afastar os operadores mais capacitados a dar as melhores respostas em termos de capacidade dos serviços. Quanto maiores são os investimentos iniciais, mais prementes são as necessidades de geração de caixa no curto prazo, sob pena de deprimir de forma proibitiva a taxa de retorno do empreendimento.

Cabe aqui uma reflexão sobre o papel do setor público na viabilização de parcerias entre o público e o privado. O ato da concessão envolve, para o poder público, a busca de um parceiro cuja atuação num serviço de caráter público possa trazer ganhos à coletividade. Tal ganho deriva da capacidade de gerência, da redução de entraves burocráticos como os estabelecidos na Lei 8.666 e, principalmente, da capacidade de endividamento e alavancagem de recursos. O mesmo objeto da concessão pode, sob a gestão pública, ser merecedor de repasses de recursos do Tesouro, muitas vezes de forma escamoteada. Nesse sentido, deve fazer parte do processo de concessão a possibilidade de que o concessionário receba subsídios correntes e de capital como parte integrante dos deveres e direitos a ela inerentes, dentro da maior transparência possível.

Trata-se, pois, de resgatar o instrumento do subsídio, tão desgastado nos últimos anos pela forma casuística de que se revestiram suas várias faces na economia brasileira. Não como subsídio ao capital, mas como forma de possibilitar ao consumidor final uma gestão eficaz e ampla da infra-estrutura econômica. Em síntese, os subsídios deveriam ser aplicados nos seguintes casos:

- *subsídios correntes perenes* podem ser imprescindíveis quando os preços praticados, em relação aos custos, inviabilizam a capacidade de pagamento de parcela dos consumidores potenciais. Este caso é especialmente dramático em serviços básicos, como fornecimento de água e transporte;

- *subsídios correntes limitados* podem ser previstos durante um período de operação, tendo em vista a vida do empreendimento, na forma de um reforço de receita para período em que as condições do empreendimento ainda não estão dadas. Este seria o caso de redes rodoviárias ou férreas nas quais o poder público ainda tem que equacionar determinados aspectos que conformam o potencial de demanda do empreendimento quando em pleno funcionamento;

- *subsídios cruzados* também devem ter seu papel dentro dos processos de concessão, à semelhança do que se tem verificado em diversos casos, mas é importante notar que o processo de concessão envolve um controle muito mais acurado desse tipo de subsídio, que se deve estabelecer no contrato e nas diretrizes básicas da concessão, sob pena de deformação do instrumento. Note-se que a diferenciação de preços unitários por faixa de consumo, forma mais utilizada no subsídio cruzado, deve ter seus padrões revistos periodicamente, devendo-se evitar a penalização excessiva aos grandes consumidores industriais;

- *subsídios de capital* podem ser necessários quando o investimento é excessivo frente ao fluxo de caixa dos primeiros anos do empreendimento, dado que isto eleva demais a sua taxa de risco. Quando se trata da assunção de um equipamento público existente, a ser restaurado, as condições de transferência deste tendem ser aspecto chave da viabilidade econômica;

- *subsídios para garantia de receita mínima* podem ser instrumento poderoso na viabilização de processo de concessão, especialmente quanto à equação de garantias para a alavancagem financeira. Logicamente, a construção de um subsídio desse gênero é diferente do formato tradicional, posto que o parâmetro não é o custo corrente mas a rentabilidade do projeto, sendo importante a limitação temporal da garantia de modo a não repetir os erros do comprometimento indiscriminado da receita pública; e

- *a transferência de ativos* não diretamente ligados ao projeto pode ser um ingrediente essencial da viabilização econômica da concessão. O exemplo mais nítido desta situação é a concessão de linhas de transporte férreo urbano. Na medida em que o investimento fixo é prévio e elevado, há necessidade de aceleração do incremento de demanda de passageiros, que se reflete num fluxo de caixa de melhor perfil. A cessão de áreas para empreendimentos imobiliários, residenciais ou comerciais, sob a gerência do concessionário da linha, pode ser elemento decisivo para os níveis de demanda de passageiros e, por conseguinte, para a viabilidade econômico-financeira do projeto.

O equacionamento das concessões não pode deixar de contemplar alguns instrumentos com grande potencial de alavancagem de recursos, mas de utilização restrita até o momento. O melhor exemplo é a contribuição de melhoria. De competência municipal, esse tributo pode ser lançado a partir do fornecimento de bens e serviços tangíveis, com identificação de seus beneficiários. Embora sua utilização tenha sido crescente nos últimos anos, ainda há grande descompasso entre a arrecadação efetiva e suas potencialidades. Em geral a cobrança dá-se sobre a pavimentação e extensão de malha viária e redes de fornecimento de água e de coleta de esgoto, mas sua utilização tem-se dado para obras de pequeno porte. Nos casos que excedem os limites do estritamente local, a cobrança da contribuição assume proporções financeiras exageradas para os beneficiários diretos.¹⁶

Seria possível ampliar o escopo da contribuição de melhoria mediante novo instrumental de cobrança, de modo a superar os problemas aqui colocados. A definição da área beneficiária da obra é de fundamental importância. Nos casos de melhoramento na rede viária pode-se usar um conceito de benefício irradiado. Não apenas os titulares de propriedades lindeiras a uma obra são seus beneficiários. Pode-se usar o conceito de contribuição de melhoria irradiada para dar conta dessa questão. Fixada uma área de influência imediata, em princípio um bairro, a contribuição pode ser cobrada em escala decrescente, conforme a distância em relação à obra. O instrumento da contribuição de melhoria pode ser importante na composição de recursos, tendo em vista o processo de concessão.¹⁷

¹⁶ O caso mais claro dá-se nas melhorias de vias de maior movimento: o custo da obra costuma ser demasiado alto para os proprietários de imóveis na própria via, inviabilizando a cobrança.

¹⁷ Note-se que a contribuição de melhoria deve ser cobrada pela fazenda pública, o que insere uma dificuldade operacional para a forma concessão.

A criação dos mecanismos descritos, para apoio ao agente privado dentro dos processos de parceria a serem realizados, significa o estabelecimento de fluxos financeiros entre o poder público e o concessionário. A garantia de que esses fluxos serão honrados é crucial para a montagem da equação financeira do empreendimento. A segurança dos repasses, em termos jurídicos, pode reduzir em muito as taxas de riscos dos créditos captados, agindo no sentido de reduzir o custo do capital. Dessa forma, seria de extrema relevância garantir canais de vinculação orçamentária ou mesmo de tributos – o que envolve mudança constitucional – para a prestação de garantias aos processos de concessão.

4. AS QUESTÕES DO FINANCIAMENTO DO EMPREENDIMENTO

Embora a parceria haja-se transformado, nos últimos anos, numa espécie de mágica para a falta de recursos do setor público, a montagem de uma operação de concessão envolve intrincado processo de avaliação de rentabilidade, prazos de retorno, riscos, garantias e posições de mercado que o torna uma grande obra de engenharia financeira, que necessariamente deve ser compreendida em seus vários elementos e especificidades.

O equacionamento das condições de financiamento dos empreendimentos tem ocorrido mediante sistema de garantias de crédito conhecido por *project finance*. Trata-se de uma arquitetura financeira substantivamente diferente do investimento estatal em infra-estrutura, cujo lastro têm sido as receitas do Tesouro. Melhor dizendo: o aval do Tesouro garantia, para todos os efeitos, o retorno dos empréstimos aos agentes que os tivessem concedido, mesmo que o empreendimento fracassasse.¹⁸

A concessão de serviços públicos ao setor privado não apresenta tal característica. Não há aval do Tesouro ao empreendimento. Sendo assim, suas garantias e sua análise são a chave da estruturação financeira. Neste âmbito é que se coloca a montagem do *project finance*.

A construção do *project finance* envolve os diferentes agentes econômicos com interesses no processo e na articulação entre o projeto e suas fontes de financiamento. As dimensões assumidas pelo investimento, na maioria dos casos, inviabilizam o empreendimento individual e exigem que, além dos recursos dos concessionários, sejam mobilizados *fundings* vultuosos nos mercados de capitais. Tais condicionantes acabaram por transformar as concessionárias em organizações altamente sofisticadas, as *special purpose companies* (SPC), sociedades de finalidades específicas, desvinculadas jurídica e administrativamente de seus acionistas, que centralizam todos os contratos e articulações relativas ao objeto da concessão.

A forma jurídica da SPC tem enorme importância do ponto de vista financeiro e patrimonial, para seus acionistas e para as fontes de financiamento. Seus acionistas não respondem com seus patrimônios, por eventual inadimplência junto aos financiadores, além do capital integralizado no controle acionário da empresa. Ao mesmo tempo, em caso de falência do acionista da SPC, os credores não podem reivindicar o patrimônio da concessionária e os empréstimos por ela contratados não são considerados no balanço do acionista.

Em decorrência desse formato, os riscos do processo são circunscritos ao projeto, mais especificamente a seu fluxo de caixa, especialmente nos casos do tipo BOT, em que o equipamento, por retornar ao patrimônio público, não pode ser dado em garantia. (Aliás, qualquer equipamento de concessão dificilmente é aceito em garantia de operações bancárias, dadas suas especificidades).

¹⁸ Do ponto de vista da solvência do crédito pode até ser que o estado demore a honrar seus compromissos, mas isto é qualitativamente diferente de uma situação onde a quebra do mutuário extingue as possibilidades de retorno dos recursos emprestados.

Note-se que a forma SPC implica inexistência de garantias públicas, como avais do Tesouro, ou garantias reais em equipamentos e patrimônio. Isso configuraria um *non-recourse lending*, forma de designar financiamentos sem garantia real ou fidejussória. Em verdade o *project finance*, mediante vínculos contratuais de longo prazo, seguros e mecanismos de *hedge*, objetiva tornar o financiamento num *limited recourse*. Desse modo o financiamento ao empreendimento não poderia deixar de ser uma complexa montagem financeira.¹⁹

Os contratos da SPC com terceiros são instrumentos para a divisão de riscos com outros agentes, de modo a diluir por vários parceiros a incerteza do empreendimento. Vale citar as principais formas contratuais de que se revestem as relações das SPC com os demais agentes.²⁰

- *contrato de concessão* – estabelece as condições básicas da relação entre o concessionário (SPC) e o poder concedente, especialmente em relação a prazo, regras de ajuste de tarifas e obrigações e direitos mútuos;
- *contrato de construção* – o período de construção do equipamento reveste-se de grande risco para o projeto, devido à não geração de fluxo de caixa, na medida em que o descumprimento de prazos pode prejudicar todo o processo e o cálculo financeiro. Os contratos tipo *turn-key* são de preços fixos, com seguros de desempenho garantindo contra atrasos ou inadimplência técnica ou econômica da construtora;
- *contratos de suprimento e fornecimento* – as dificuldades possíveis no fornecimento de insumos e serviços podem desequilibrar por completo a viabilidade econômico-financeira de um projeto. Por isso, o ideal para os financiadores é que o suprimento tenha fornecedores sob contratos de longo prazo;
- *contratos financeiros* – mediante contratos com os vários tipos de financiadores, a SPC define a ordem de prioridade dos pagamentos, dando preferência ao serviço da dívida. Em vários casos uma instituição financeira independente, o *trust*, é responsável pelo controle do fluxo de caixa do empreendimento, de acordo com essas prioridades, definidas contratualmente; e
- *contrato de operação* – em geral, uma empresa operadora é responsável pela gestão corrente da concessão na área técnica.

É importante notar que um empreendimento pode ser dividido em duas fases muito distintas.

A primeira é a da construção, onde as incertezas técnicas, de custo e de prazo de conclusão são bastante expressivas. Além disto, pode-se dizer que os riscos políticos são maiores porque o projeto ainda não está em funcionamento, comportando mudanças de rumo e ingerências na área contratual.

A segunda é a da operação – após consolidado o padrão operativo esperado e logrado o fluxo de receitas e despesas que se projetou, as incertezas tornam-se substancialmente inferiores.

Note-se que as situações de risco são bem distintas entre as duas fases do projeto, o que deve refletir-se em seu financiamento.

O padrão de financiamento dos processos de parceria público-privada pode ser dividido, segundo as duas etapas do empreendimento, em:

¹⁹ Note-se que a empresa de propósito específico possui, em geral, elevado capital próprio investido, cerca de 20 a 30% do projeto, sendo o restante composto por empréstimos bancários e emissões de títulos de renda fixa nos mercados de capitais. Ver Ferreira, C. K. L. et alii. *Alternativas para a Retomada do Investimento em Infra-estrutura*. São Paulo, SINDUSCON, 1996.

²⁰ Ferreira, C. K. L. et alii, *op. cit.*

- *construction loan*, caracterizado por maior risco e custo, sendo seu prazo o da própria operação do empreendimento; e
- *permanent loan*, financiamento destinado a cobrir a reciclagem dos recursos captados e utilizados na fase de construção, caracterizados por taxas de juros inferiores e prazos mais largos, condizentes com o menor risco representado pela fase de operação.

Note-se que o primeiro tipo é de extrema relevância para processos onde o equipamento ainda não existe. Nos casos de recuperação e-ou expansão de equipamento existente sua importância reduz-se significativamente.

Do ponto de vista dos financiadores potenciais, as duas modalidades têm aspectos e tipos de instituições bastante distintos. A um aplicador como o fundo de pensão o *permanent loan* parece bastante adequado, dado que procura uma taxa de rendimento adequada para maturação em longo período de tempo, sendo a segurança um atributo básico. Outros investidores institucionais também têm grande interesse neste tipo de aplicação, tais como as seguradoras.

O *construction loan* insere um grau de risco muito superior. Por isto os financiadores têm perfil distinto – em geral são bancos que realizam análises acuradas de perspectiva e risco para aplicação de recursos em ativos de expressiva rentabilidade.

Assim, a situação ideal é aquela onde os aplicadores financiam a construção e os fundos de pensão oferecem recursos no início da operação, para a quitação dos primeiros empréstimos.

Logicamente, as condições de crédito têm íntima relação com os riscos associados ao empreendimento. As características dos empreendimentos em infra-estrutura magnificam as incertezas associadas ao retorno dos investimentos, tornando o equacionamento de garantias elemento essencial do custo financeiro do projeto. Na verdade, a viabilização das garantias é componente essencial do *project finance*. Uma tipificação dos riscos envolvidos pode ser instrumento valioso para a análise:

- *risco político* – refere-se à redução ou eliminação da propriedade, do controle ou dos direitos sobre um empreendimento. Geralmente é aplicado ao capital estrangeiro, mas capitais autóctones também podem enfrentá-los;
- *risco de conversibilidade* – tem a ver com problemas na aquisição e transferência de moeda estrangeira, decorrentes de normas governamentais;
- *risco de câmbio* – relaciona-se a frustrações de níveis de retorno devidas a descompassos cambiais provocados pela política econômica, tais como regimes de controle e congelamento de taxas;
- *risco de força maior* – concerne a interferências decorrentes de guerras, guerras civis, sabotagem, terrorismo, etc.;
- *risco regulatório* – liga-se ao marco legal do processo de concessão, à concorrência e às instâncias decisórias e de recorrência; e
- *risco macroeconômico de crédito*: diz respeito à dissociação entre as taxas de remuneração do crédito de longo prazo e as flutuações das taxas de curto prazo, motivadas pelas políticas financeira e monetária derivadas do conjunto da política econômica.²¹

Os organismos multilaterais têm desempenhado algum papel no processo de segurar esses principais riscos. No entanto, a ótica principal é a proteção das empresas contra as vicissitudes das eco-

²¹ Para uma apresentação mais detalhada do risco macroeconômico de crédito ver Garcia, M. G. P. *O Financiamento à Infra-estrutura e a Retomada do Crescimento Econômico Sustentado*. Rio de Janeiro, PUC-RJ, 1995. (Texto para Discussão, n. 336)

nomias de menor nível de desenvolvimento. O risco de conversão, assim, tem grande destaque nas ações desses organismos, dado equacionarem os problemas das empresas, especialmente americanas, em processo de expansão para outros mercados – um caso a destacar é o da MIGA (*multilateral investment guarantee agency*), instituição que opera com esses seguros.

Tais riscos, porém, por significarem o espectro das incertezas e problemas envolvidos em quaisquer tipos de processos de parceria, merecem tratamento geral, inclusive para a aplicação de capitais internos.

5. PROPOSTAS PARA A VIABILIZAÇÃO DO FINANCIAMENTO À INFRA-ESTRUTURA

O financiamento aos projetos em curso vem sendo realizado com recursos do BNDES, de algumas agências internacionais, com aplicações de fundos de pensão e outros grandes investidores. O processo de desestatização implementado em nível federal contou com forte participação desses fundos, mas notabilizou-se pela utilização de moedas de curso limitado e valor de face incompatível com o valor de mercado. De qualquer forma, é fundamental frisar que o processo em curso coloca os principais elementos para a discussão do novo formato institucional, mas não mobiliza recursos financeiros suficientes para os investimentos em infra-estrutura. Vale dizer, os recursos hoje disponíveis são exíguos para a concretização de investimentos que recoloquem a oferta de serviços públicos nos níveis desejados.

A montagem de uma estrutura que atenda à demanda potencial de recursos deve necessariamente envolver aspectos de natureza institucional e financeira.

No referente ao aspecto institucional, ressalte-se que o escasso desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil induz à interferência governamental nos mecanismos de direcionamento de crédito. Note-se que na experiência das últimas décadas predomina a captação compulsória de poupanças para alocação nas áreas de interesse, com forte caráter discricionário e sem deixar grande espaço às decisões do mercado.

Não se propõe que essa experiência seja retomada. Muito ao contrário, a história recente demonstra seu anacronismo na fase atual do desenvolvimento brasileiro. Mas a intervenção em busca de institucionalidade própria para a alavancagem de recursos não pode ser abandonada.

Alguns requisitos devem-se observar para que os erros do passado não se reproduzam. É necessário evitar que o setor público seja provedor de todo o crédito, gerando a necessidade de instituições de grande porte e pesada burocracia. A configuração do sistema de fundos deve necessariamente se adequar a uma forma de fundo rotativo, de modo a ofertar um volume estável de recursos, a médio prazo. Ao mesmo tempo a análise dos projetos tem que respeitar o mercado, sem que se estabeleçam as vinculações de balcão de empréstimos indiscriminados como no passado, o que termina por retardar a evolução do crédito, em decorrência da inadimplência e de falhas no retorno das operações.

A questão do risco assume dimensões cruciais, tanto por sua importância para o *project finance* quanto por seu histórico na economia brasileira. Nunca é demais lembrar que até hoje perduram sobre a União os problemas derivados de avais concedidos irresponsavelmente a empresas privadas, no bojo de grandes projetos setoriais. O retorno destes mecanismos seria um retrocesso para a política fiscal e a credibilidade macroeconômica.

De outro lado, como já foi colocado, a base do processo de concessão de serviços públicos ao setor privado é que a garantia reside na própria rentabilidade financeira do empreendimento, prescindindo-se da figura do aval do Tesouro, que deslocava o risco para o estado.

Assim, o processo em pauta é a antítese da clássica forma de financiamento da infra-estrutura, sendo de todo saudável que assim continue para que nem o regime sofra abalos, nem se contamine o cálculo empresarial das concessões.

Alguns dos elementos de risco, no entanto, têm caráter distinto dos costumeiramente assumidos pela empresa capitalista. Estes sim, vão requerer a necessária ação estatal, de modo a impedir que decisões microeconômicas sejam afetadas por questões de natureza macroeconômica.

5.1 A Mobilização de Recursos para a Fase de Construção

A lógica do investimento e da operação dos projetos privados em infra-estrutura tem que ser respeitada pela institucionalidade do sistema de financiamento. É importante que existam instituições e instrumentos para suportar as necessidades em termos de *construction loans*, de um lado, e as de *permanent loans*, de outro. Numa estruturação financeira com pouca tradição em assumir riscos, os empréstimos para a fase de construção implicam um grau de dificuldade muito superior, problema obscurecido pela ampla ação estatal e pelo recurso a empréstimo em moeda estrangeira durante boa parte da fase de maior expansão da capacidade produtiva desses serviços. Na ausência destas condições os encaminhamentos terão que mudar, sob pena de inviabilizar-se o processo.

O desenho de uma estrutura eficiente para garantir recursos ao *construction loan* deve compreender diversos agentes do mercado financeiro. O mais importante deles é, certamente, o BNDES, que tem tradição no financiamento da infra-estrutura e capacidade de análise de projetos. No entanto, seus recursos atuais jamais conseguiriam fazer frente a processo de investimento de maior fôlego. No interesse de que o BNDES desempenhe a função de agente central desse processo parece necessário que haja certa limitação a sua participação financeira em casos individualizados, para que possa estar presente numa gama mais ampla de projetos.

Esta nova formatação poderia envolver a captação de recursos mediante papéis de emissão do BNDES que arrecadassem recursos de investidores dispostos a assumir riscos.

Uma forma possível para a operação dessa sistemática seria a constituição de blocos de projetos selecionados e a venda de papéis relativos a cada bloco. As áreas técnicas do BNDES poderiam compor esses blocos sob critérios distintos, mais ou menos da mesma forma como os fundos de investimento do mercado financeiro distinguem-se em relação ao risco, expectativa temporal de retorno e taxas de rendimento. Os blocos dividir-se-iam por setores, visando segmentos específicos de aplicadores, e por grau de segurança do retorno, de maneira a oferecer maior rentabilidade aos investidores mais agressivos. Da mesma forma, poder-se-iam montar blocos pluri-setoriais de amplo espectro de risco, para atrair investidores institucionais.

Na realidade capitais externos, especialmente de grandes fundos de pensão, interessados em melhorar a rentabilidade média de seu *portfolio* seriam grandes demandantes de cotas desses blocos. A chancela do BNDES seria de grande valia para avalizar a operação financeira, do ponto de vista dos operadores dos fundos

Para os aplicadores nacionais esses papéis poderiam ser, também, ótima opção, especialmente em razão da diluição de risco, uma vez que sua rentabilidade seria a média de um conjunto de operações. A participação do BNDES nas operações poderia ser de 30% a 60% em cada bloco de investimento, conforme as diretrizes que ele próprio fixasse. E assim o potencial de inversões realizadas com seu auxílio poderia quase duplicar-se.

As características desses papéis, que poderiam denominar-se Títulos de Investimento em Infra-estrutura (TIE) deveriam variar de modo a propiciar a coincidência de interesses entre projetos e fi-

nanciamentos. Mas parece conveniente que atendam a algumas pré-condições, essenciais ao sucesso das operações.

Em primeiro lugar, os prazos não deveriam superar em mais de um ano o período de construção. Em segundo, a rentabilidade definir-se-ia pela taxa média ponderada de retorno dos projetos, não implicando risco para o BNDES – dessa forma o banco assemelhar-se-ia a um administrador de fundo de renda variável. Em terceiro lugar seria vital garantir flexibilidade aos títulos, para que comportassem uma capitalização parcial dos juros para pagamento concomitante com a quitação, ou troca por outro título de longo prazo. Por fim, os títulos poderiam ser vendidos com denominação em moeda estrangeira, desde que o risco de câmbio permanecesse com os projetos.

A chance de sucesso dos TIE é muito grande; mesmo sem medidas para garantia de demanda por fundos de pensão e seguradoras. No entanto, tais medidas poderiam ter expressivo papel indutor na montagem de uma sistemática de financiamento como a sugerida. Para se ter uma idéia do volume de recursos que poderia ser mobilizado é importante notar que o patrimônio dos fundos, em dezembro de 1995, era de R\$ 59 bilhões, enquanto as seguradoras detinham aplicações de quase R\$ 8 bilhões. Se houvesse um direcionamento de 5% do estoque de recursos aplicados para os TIEE, as disponibilidades de poupança financeira para o investimento em infra-estrutura seriam de quase R\$ 3,5 bilhões. Logicamente, as aplicações não poderiam ser alteradas instantaneamente, mas compondo-se a mudança do ativo com o expressivo ingresso de recursos anuais, cerca de R\$ 1 bilhão, o horizonte para a disponibilidade plena poderia ser de 24 a 30 meses.²²

Dois instrumentos poderiam ser associados aos TIEE, para aumentar sua atratividade especialmente na fase de implantação. Um deles é o poder liberatório em impostos, que oferece poderosa garantia ao aplicador e, especialmente, dá maiores condições à formação de um mercado secundário para esses títulos. O outro seria a criação de uma linha de redesconto pelo Banco Central. Nos dois casos, seria fundamental estabelecer limites de valores e prazos, preservando-se seu papel de instrumento auxiliar na aceitação do papel e na formação de um mercado secundário.

A utilização de mecanismos de direcionamento das aplicações, embora não desejável em termos gerais, justifica-se no caso de economias com pouca tradição de geração de *funding* de longo prazo. Qualquer medida de caráter compulsório, no entanto, teria que ser transitória e adequar-se à estruturação de mecanismos de mercado, e nesse sentido algumas experiências de transformação de aplicações de curto prazo em bases sobre as quais efetivar empréstimos de longo prazo teriam, na situação atual, condições de sucesso.

Uma alternativa seria recriar os Títulos de Desenvolvimento Econômico e vinculá-los aos investimentos em infra-estrutura. O estabelecimento de uma faixa de 5% dos FIF e FRF²³ ensejaria uma disponibilidade de recursos da ordem de R\$ 5 bilhões para projetos de infra-estrutura. Supondo uma captação líquida que aumente os estoques em 10% ao ano, a cada período haveria um acréscimo de disponibilidades de R\$ 500 milhões.

O formato dos novos TDE poderia compreender três alternativas para as aplicações dos FIF e FRF. A primeira seria a de papel de renda fixa, garantindo ao investidor a taxa média de remuneração dos FIF do mercado, caso em que o BNDES assumiria o risco da intermediação. A segunda, a rentabili-

²² Alguns dos elementos dessa discussão podem ser encontrados em Pinheiro, A. C. Os Fundos de Pensão e o Financiamento do Desenvolvimento: o papel do BNDES. *Revista do BNDES*, v. 1, n. 2, Rio de Janeiro, p. 27 a 46, 1994. Note-se que nesse trabalho o autor enfatiza a participação dos fundos como fonte genérica de recursos para o BNDES.

²³ Esses fundos acumulavam em setembro de 1996 cerca de R\$ 105 bilhões, apresentando taxa de crescimento mínima dos estoques aplicados, nos meses imediatamente anteriores, de 2% mensais. Ver: *Boletim do Banco Central do Brasil*, Brasília, v. 32, n. 11, novembro de 1996.

de definida pelos projetos, modalidade adequada aos fundos mais agressivos, cujos aplicadores assumiriam o ônus no caso da rentabilidade ser menor que a média do mercado. A terceira alternativa poder-se-ia situar em faixa intermediária: a rentabilidade do papel estaria entre um piso e um teto determinados conforme a rentabilidade dos projetos; ao BNDES caberia garantir o piso e, em caso de grande sucesso do empreendimento, lucrar com o excedente em relação ao teto de rentabilidade – em verdade o Banco estaria assumindo o risco de colapso do projeto.

Os TDE poderiam também ocupar um espaço nas captações de cadernetas de poupança, especificamente para o setor de saneamento. Claro que esta é uma proposta mais polêmica, mas está em conformidade com uma situação historicamente aceita com a criação do BNH cuja atribuições, não custa recordar, incluíam saneamento básico e habitação.

Atualmente um percentual de aplicação em saneamento, mesmo que baixo, seria de especial importância para resgatar a composição tradicional entre as questões urbanas, perdida no desmonte das instituições. A vinculação de recursos poderia ser da ordem de 3%, o que alocaria pouco mais de R\$ 2 bilhões ao setor, sendo a rentabilidade igual à da poupança. Logicamente, o risco caberia ao BNDES.²⁴

A aplicação compulsória de parcela dos recursos dos fundos constitucionais de desenvolvimento do Norte, Nordeste e Centro-Oeste seria de grande importância para o conjunto do *funding* destinado aos investimentos em infra-estrutura e para as próprias regiões. Certamente a forma mais eficaz pela qual a intervenção governamental pode impulsionar o crescimento econômico nas regiões menos desenvolvidas é proporcionar condições para a realização de investimentos privados. Na medida em que os fundos constitucionais recebem cerca de R\$ 800 milhões por ano, o direcionamento de 25% deste montante – e da mesma proporção dos retornos dos créditos já concedidos à conta desses mesmos fundos – para financiar ações na área de infra-estrutura, sob monitoramento do BNDES, traria positivo impacto para essas regiões.

A composição de recursos derivados dessas várias fontes pode levar à alavancagem de financiamentos para investimentos em infra-estrutura da ordem de R\$ 11 bilhões, em termos de estoque, para o início dos investimentos. No concernente a novos fluxos, o potencial atinge quase R\$ 1 bilhão por ano. Considerados os novos investimentos externos nos TIE e recursos do FGTS, o incremento de *funding* poderia ser ainda mais expressivo, sobretudo em comparação com os desembolsos do BNDES, nos anos de 1994 a 1996, para a infra-estrutura, que foram de cerca de US\$ 7 bilhões. (Registre-se, ademais, que a soma de recursos institucionais aportada ao setor, ao longo de quase trinta anos, foi de US\$ 25 bilhões.)²⁵ Também é interessante comparar os montantes a serem mobilizados por meio desta proposta com os recursos oriundos de organismos internacionais (ver tabelas 1 e 2).

TABELA 1
Recursos Potencialmente Mobilizados Mediante
O Novo Padrão de Financiamento

INSTRUMENTO FINANCEIRO	VINCULAÇÃO	RECURSOS DE DISPONIBILIDADE IMEDIATA
TIE	5% dos fundos de pensão e ativo das seguradoras	R\$ 3,5 bilhões
TDE	5% do FIF e FRF	R\$ 5 bilhões
TDE	3% de cadernetas de poupança	R\$ 2 bilhões
TDE	25% do fluxo de recursos novos dos fundos regionais	R\$ 200 milhões

²⁴ Uma questão correlata importante é a dos recursos do FGTS. Seria do interesse dos investimentos em infra-estrutura que as concessões pudessem utilizá-los, mesmo que de maneira limitada, já que se trata de recursos de custo reduzido, o que melhoraria a custo global de captação.

²⁵ Refere-se ao conjunto de recursos arrecadados ao amparo das contribuições ao PIS/PASEP e ao Fundo de Amparo ao Trabalhador.

TABELA 2
Estatísticas Comparativas do BNDES e Bancos
de Desenvolvimento Similares (1995)

INSTITUIÇÃO	(US\$ bilhões)		
	ATIVOS	PATRIMÔNIO	DESEMBOLSO
BIRD	157	30	12,6
BNDES	45	14	7,1
BID	35	9	5,2
NAFINSA	31	3	4,5

Fonte: Pinheiro, A. C., *No que deu, afinal, a privatização?* Rio de Janeiro, BNDES, 1996, mimeo.

5.2 Mobilização de Recursos para os Financiamentos Permanentes

Os *permanent loans* têm, como já mencionado, características distintas dos empréstimos tratados no item anterior. Eles são de maior prazo e taxas inferiores, em decorrência da redução do risco. Em tese, a composição de *funding* para este segmento seria mais fácil que a anterior, sendo a participação de créditos privados mais viável de equacionar, em razão das incertezas da fase de construção já terem sido superadas. Logicamente, dificultam a composição deste *funding* tanto a reduzida tradição brasileira em empréstimos de longo prazo quanto a grande oscilação da taxa de juros de aplicações de curto prazo.

A geração de uma massa de recursos compatível com a reciclagem dos financiamentos concedidos na forma do item anterior, os *construction loans*, é fundamental para o sucesso do sistema. A falta deste mercado de recursos de longo prazo, destinado a substituir os recursos que assumem o risco da construção, faria com que estes últimos se esgotassem rapidamente, barrando o investimento. É importante notar que a concepção do padrão de financiamento aqui enunciada procura envolver as instituições públicas no momento mais crítico do investimento. Na medida em que os recursos são muito inferiores à capacidade de financiamento público, é necessário que sejam aproveitados na fase de maiores dificuldades de mobilização.

Essa massa de recursos para a reciclagem dos financiamentos realizados para a fase de construção deve ser necessariamente de origem privada, dada a incapacidade do estado gerar novas estruturas de captação de poupança compulsória, ao estilo das surgidas nos anos 60 e 70 como o PIS/PASEP e o FGTS. Na verdade, mesmo que poupanças dessa natureza pudessem ser constituídas, seria necessário dotá-las de instrumentos financeiros adequados ao cálculo de mercado, de vez que nem mesmo no trato com poupanças pulverizadas há espaço para remunerações inferiores às de mercado.

Não há dúvida de que a oferta para crédito de longo prazo encontra-se concentrada nos fundos de pensão. Já é clássico na política de controle dessas instituições o mapeamento compulsório da sua estrutura ativa, de modo a condicionar-lhes as aplicações. Não menos tradicional é o fato de que tais políticas geralmente causam prejuízos ao desempenho financeiro dos fundos.

Uma proposta importante para a viabilização dos *permanent loans* é a efetiva utilização da política de direcionamento das aplicações dos fundos para os projetos de infra-estrutura. É, certamente, possível que a política econômica imponha aplicações mínimas expressivas aos fundos, sem que as respectivas formações de poupanças sejam prejudicadas. Sob supervisão do BNDES, os projetos teriam que atingir taxas de remuneração compatíveis com as utilizadas nos cálculos atuariais. Atingir tais taxas não é tarefa difícil na realidade atual. Na verdade, o BNDES teria que se responsabilizar pela aferição da capacidade de retorno do capital investido em dois momentos – (a) nas previsões do

projeto e (b) na entrada em operação do empreendimento, quando as análises das condições técnicas e financeiras possibilitam avaliação correta da rentabilidade do projeto.

A decisão de garantir recursos para investimento em infra-estrutura é, necessariamente, uma decisão política, porque envolve interesses que gravitam em torno dos fundos de pensão. O setor imobiliário e alguns segmentos do mercado de ações veriam seu raio de manobra estreitado pela alocação de recursos a outro segmento. Mas a implementação de uma política de direcionamento para o financiamento à infra-estrutura não implica deteriorar as condições de rentabilidade do fundo de pensão. Pelo contrário, as aplicações propostas têm grande possibilidade de satisfazer as necessidades atuariais dos fundos, se tomado o período mais longo como unidade de análise. Aliás, há que se frisar que diversas aplicações livres dos fundos, especialmente no setor imobiliário, não trouxeram os resultados financeiros esperados.

A quantificação dos recursos a serem levantados mediante direcionamento compulsório de parcela dos ativos dos fundos de pensão é, como frisado, uma decisão difícil, por afetar complexos interesses. Um exercício breve com base nos números atuais e nas previsões para o final da década pode indicar a magnitude dos valores envolvidos.

Ao final de 1995 os fundos somavam patrimônio da ordem de US\$ 59 bilhões. As estimativas para o ano 2000 indicam que se atingirão US\$ 90 bilhões.²⁶ Na hipótese de que seja estabelecido um mínimo de aplicações, da ordem de 20%, os recursos imediatamente colocados à disposição chegariam a cerca de US\$ 12 bilhões, e de US\$ 18 bilhões no ano 2000. Logicamente, parte deles estar-se-ia deslocando de outras operações relacionadas à infra-estrutura, reduzindo a magnitude da mudança, mas neste caso não se trata apenas de transação de equipamento já existente, mas de mecanismo de garantia de reciclagem de recursos vinculados à formação de nova capacidade produtiva.

É de extrema importância que os papéis a serem criados para tal fim sejam específicos, tanto para dar maior segurança para os aplicadores quanto para reduzir custos fiscais e financeiros em sua colocação. Em primeiro lugar é necessário que seja criado algo como um Título de Refinanciamento de Infra-estrutura (TRIE), explicitamente designado para substituir os TIE. Certamente as condições – prazos e taxas – seriam diferentes. Os TRIE poderiam conservar, embora de forma ainda mais limitada, o poder liberatório em tributos e o acesso a redescontos do Banco Central. A formação de um mercado secundário para a transação desses papéis é de grande importância, tanto para dar maior flexibilidade de operação aos gestores dos fundos quanto para permitir que outros aplicadores tendentes a sair do curto prazo passem a ser compradores, mesmo que temporários, dos TRIE.

Para complementar o financiamento permanente dos investimentos em infra-estrutura seria importante criar dois tipos de fundos de investimento.

Um deles, direcionado a aplicadores internos e administrado por instituições financeiras, destinado a aplicar recursos em papéis de investimentos em infra-estrutura. A composição dos ativos poderia ser de 30% em papéis de renda fixa e 70% em títulos diversos vinculados aos investimentos – TIEE, TRIE, TDE, debêntures do BNDES, debêntures dos próprios empreendimentos, papéis relativos a securitizações de créditos etc.

O outro instrumento seria um fundo para investimentos de capitais externos, gerido pelo BNDES, cuja administração daria a credibilidade necessária para que os grandes fundos internacionais aportassem recursos por períodos mais longos. O BNDES assumiria o mesmo papel dos administradores de fundos de investimento, preservando-se de riscos de intermediação. Outro atrativo para os fundos internacionais, além da chancela do BNDES, seria a perspectiva de rentabilidade superior à média

²⁶ Pinheiro, A. C. *op. cit.*, pág. 52.

de suas carteiras de aplicações. E grande avanço em termos de penetração no mercados dos fundos internacionais poderiam ser obtidos, graças a algumas associações de peso no mercado mundial.

5.3 Risco e Garantias

O *project finance* é, por definição, uma composição de recursos e garantias, necessária em função da ausência de garantias reais e avais dos controladores das sociedades de propósitos específicos. O fluxo de caixa seria a única garantia do financiador do projeto, não fossem os seguros montados dentro do projeto para garantir as condições de retornos dos créditos. Assim, da mesma forma que o crédito é indissociável de risco, dentro do *project finance* o financiamento somente tem sentido se mediado por estruturas de garantias e seguros.

As instituições seguradoras vêm desenvolvendo formas de determinar o custo de seguros para os diferentes riscos envolvidos no processo de investimento em infra-estrutura. A transposição de metodologias de avaliação de risco de projetos implementados em países com tradição em parceria público-privada, e estabilidade das regras econômicas, para aqueles em processo de desenvolvimento e estabilização é, reconhecidamente, algo que envolve grandes incertezas e dificuldades. De um lado, os marcos reguladores carecem de tradição histórica, dando vez a questionamentos do arcabouço jurídico utilizado. De outro, elementos centrais na determinação da taxa de retorno do projeto, como a evolução da paridade cambial, os custos financeiros, as questões tributárias e os preços dos insumos são também instrumentos da política de busca e manutenção da estabilidade de preços, o que implica um grau de incerteza maior que o existente numa economia madura.

A depender somente do mercado, as condições da economia brasileira não atrairão facilmente os agentes privados à assunção de responsabilidades na prestação de seguro contra os riscos inerentes ao investimento em infra-estrutura. Os projetos poderão até encontrar fórmulas de financiar-se sem apelar ao seguro, mas isto seria a antítese do *project finance*, posto que as garantias acabam sendo internalizadas nas margens de preço-custo. A alternativa restante seria desistir do *project finance*, devolvendo ao estado a obrigação do investimento.

Uma saída possível para encaminhar a esta questão é constituir uma agência de seguro especificamente para as concessões. Tal agência poderia ser dirigida por colegiado integrado por representantes dos setores público e privado, ao estilo do Conselho Curador do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço. Os recursos para operá-la seriam assegurados por quatro vias: (a) transferências de recursos financeiros conseguidos com a privatização; (b) venda externa de bônus diretamente vinculada ao processo de seguro das concessões; (c) aportes de organismos internacionais e (d) recursos diretamente aportados pelo Tesouro Nacional. Por meio dessas quatro fontes não seria difícil levantar recursos da ordem de US\$ 5 bilhões, lastro suficiente para garantir uma operação eficaz à agência. Note-se que, se bem geridos, estes recursos não aumentariam a dívida líquida do setor público, posto que ficariam aplicados em títulos públicos.

A agência seguradora ora sugerida teria a missão de cobrir os riscos mais difíceis de aquilatar e de maior incidência, segundo as autoridades governamentais. Aqueles relativos ao câmbio, à conversibilidade e às incertezas inerentes ao processo político, bem como à posse dos equipamentos públicos correlatos à concessão teriam tratamento preferencial da agência, à qual também caberia equacionar o risco macroeconômico do crédito, de modo a salvaguardar os aplicadores de longo prazo das elevações consistentes da taxa de juros de curto prazo. No caso do risco ligado à regulamentação, seria possível adotar tratamento diferenciado: na medida em que as regras da concessão seriam previamente aprovadas pelo conselho da agência, os recursos poderiam ser antecipados ao concessionário até que o poder concedente honrasse os termos contratuais.

Importa observar, por fim, que de nenhuma forma a agência aqui proposta deveria impedir o desenvolvimento de um sistema de seguro privado para o processo de concessões. Ao contrário, sua concepção teria em consideração a participação e o desenvolvimento de agentes privados que a possam substituir no futuro. A razão de sua existência é a própria falta de tradição brasileira nas parcerias, sendo seu objetivo o de tornar o mais independente possível do estado a formatação e realização dos empreendimentos de *project finance*.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O processo de concessão envolve, como visto, soluções individuais, não só no que tange à configuração jurídico-formal do empreendimento como, sobretudo, à arquitetura do *project finance*.

Implica também participação de capitais privados, não só para empreender o objeto concedido como para financiar o próprio empreendimento. Nesse aspecto ressalta-se a questão do risco, oriunda da própria natureza da SPC, em que há necessidade de garantias para que se manifeste o interesse do setor privado em participar dos processos de concessão.

Assim, no caso brasileiro, um requisito fundamental para a viabilização dos financiamentos à infra-estrutura é o de se buscar uma nova formatação institucional capaz de garantir a destinação de recursos tanto para a fase de construção – os *construction loans* como para a de implantação – *permanent loans*.

Essa nova formatação institucional tem de estar em absoluta sintonia com o espírito do *project finance*, ou seja, comportar uma estrutura de garantias e de seguros, de modo a não afugentar a presença dos capitais privados, inviabilizando o próprio *project finance* e, com isso, o próprio processo de concessão.

Dentro dessa linha insere-se a proposta de criação de uma agência destinada a avaliar e segurar o risco dos investimentos em infra-estrutura, como forma de suprir uma lacuna institucional brasileira.

Finalmente, é preciso lembrar a complexidade de situações que envolvem um processo de concessão, onde não é possível realizar a simples transposição de soluções, sob pena de inviabilizar-se toda a estratégia. A própria lógica da concessão, pela sua multiplicidade de objetos, requer flexibilidade institucional capaz de abarcar as diferentes realidades envolvidas numa relação concedente-concessionário.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BANCO MUNDIAL. *Relatório do desenvolvimento mundial 1994: infra-estrutura para o desenvolvimento econômico.*— Rio de Janeiro: FGV, 1994.
- BOLETIM do Banco Central do Brasil, v.32, n.11, Brasília, nov. 1996.
- FERREIRA, C. K. L. *et alii. Alternativas para a retomada do investimento em infra-estrutura.*— São Paulo: SINDUSCON, 1996.
- GARCIA, M. G. P. *O financiamento à infra-estrutura e a retomada do crescimento econômico sustentável.*— Rio de Janeiro: PUC/RJ, 1995. (Texto para Discussão, n.336)
- MARTINAND, C. (org.) *A experiência francesa do financiamento privado de equipamentos públicos.*— São Paulo: Fundação SEADE, 1996.
- MOREIRA, T. e CARNEIRO, M. C. F. A parceria público-privada na infra-estrutura econômica. *Revista do BNDES*, v.1, n.2, Rio de Janeiro, BNDES, 1994.
- PINHEIRO, A. C. Os fundos de pensão e o financiamento do desenvolvimento: o papel do BNDES. *Revista do BNDES*, v.1, n.2, Rio de Janeiro, 1994.
- SERAGELDIN, I. *Water supply, sanitation and environmental sustainability, the financial challenge.*— Washington: World Bank, 1994.
- SOLANES, M. La privatización de los servicios del agua. *Revista de la CEPAL*, n.56, Santiago, ago. 1995.
- SOUZA, R. A. e MOREIRA, T. Reflexões sobre a concessão de serviços públicos. *Revista do BNDES*, v.2, n.4, Rio de Janeiro, 1996.

Os Fundos de Pensão e o Financiamento da Infra-Estrutura

Maria Cristina Penido de Freitas

Pesquisadora do IESP/FUNDAP.

Este trabalho foi elaborado no âmbito do Convênio IPEA/BNDES.

SUMÁRIO

APRESENTAÇÃO	41
1. INTRODUÇÃO	42
1.1 A importância da poupança institucional no financiamento dos investimentos de longo prazo	44
1.2 Conceitos e definições	46
2. A EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL DE FUNDOS DE PENSÃO	49
2.1 Aspectos institucionais	49
2.2 As estratégias de investimento	64
2.3 A participação dos fundos de pensão no processo de privatização	71
3. OS FUNDOS DE PENSÃO NO BRASIL	72
3.1. Características institucionais	75
3.2. As políticas de investimento	82
3.3 Os fundos de pensão no processo de privatização	87
4. OS FUNDOS DE PENSÃO ENQUANTO INVESTIDORES POTENCIAIS DOS PROJETOS DE INFRA-ESTRUTURA	88
4.1 Os fundos de pensão: financiadores do desenvolvimento ou especuladores financeiros? lições da experiência norte-americana	89
4.2 A ação estatal na promoção do investimento de longo prazo	94
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	97

APRESENTAÇÃO

Este relatório foi elaborado no âmbito do projeto "Perspectivas da Reestruturação Financeira e Institucional dos Setores de Infra-estrutura", desenvolvido pelo Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, com o objetivo de avaliar o potencial dos fundos de pensão enquanto investidores para o financiamento dos projetos de investimento em infra-estrutura econômica. A escolha dos fundos de pensão como objeto de análise se deve ao fato de que, no Brasil, são eles os principais investidores institucionais, mobilizando volumes de recursos contratuais mais expressivos que as seguradoras.

Os fundos de pensão têm características operacionais, como obrigações estáveis, previsíveis e de longo prazo, em contrapartida a um fluxo regular de receitas, sob a forma de provisão contratual para aposentadoria, que os tornam investidores ideais para o financiamento dos investimentos de longo prazo. Assim, a questão central que norteou a pesquisa foi verificar se de fato a política de investimento dos fundos está em consonância com o perfil de longo prazo de suas obrigações.

Com esse propósito procurou-se confrontar diferentes experiências nacionais. Além do Brasil foram estudados Chile, Japão, Estados Unidos, Canadá e alguns países europeus – Reino Unido, Alemanha, Dinamarca, Holanda, Suíça. A disponibilidade de informações foi o fator determinante na seleção dos países que seriam examinados. A experiência dos Estados Unidos mereceu ênfase especial porque seus fundos de pensão, além de serem os maiores do mundo, dominam o mercado de capitais doméstico.

A ausência de dados estatísticos detalhados sobre os investimentos realizados pelos fundos de pensão foi a principal dificuldade enfrentada no processo de pesquisa. A escassez de informação prejudicou tanto a análise comparativa internacional como o exame do caso brasileiro. Os dados utilizados na análise comparada foram recolhidos de diferentes fontes secundárias e nem sempre são comparáveis.

Em relação aos fundos de pensão brasileiros, cujo nome oficial é "entidades fechadas de previdência privada", os dados estatísticos sobre as aplicações dos recursos, divulgados pela Secretaria de Previdência Complementar e pela ABRAPP, são agregados por tipo de ativo ou por tipo de emissor, não sendo possível identificar os investimentos por setor ou ramo de atividade econômica. Também não foi possível obter informações sobre o prazo médio de conservação dos ativos financeiros na carteira de aplicação dos fundos.

A despeito das dificuldades, foi possível traçar um quadro geral sobre a atuação dos fundos de pensão, tanto no Brasil como em outros países. A experiência norte-americana destaca-se das demais, ao revelar que os fundos de pensão não estão atuando como investidores de longo prazo, como poder-se-ia esperar. Ao contrário, ao mobilizar recursos de grande magnitude em busca de retornos elevados de curto prazo, eles têm contribuído de forma decisiva para a crescente volatilidade dos mercados financeiros, com efeitos adversos sobre o crescimento a longo prazo da economia doméstica, cujo sistema de financiamento sempre esteve centrado no mercado de capitais.

Divide-se este relatório em quatro itens. Como ponto de partida, a Introdução discute brevemente a importância da poupança contratual para o financiamento do desenvolvimento. Na seqüência são apresentados alguns conceitos e definições relativas aos fundos de pensão. No item II examina-se a experiência internacional recente, com ênfase na análise dos aspectos institucionais e da política de investimento. O item III apresenta um quadro geral da institucionalidade do setor no Brasil e examina, ainda que de forma bastante preliminar, as estratégias dos principais fundos em relação à participação nos processos de privatização das empresas dos setores de infra-estrutura. Finalmente no item IV, à guisa de conclusão, discute-se a necessidade da ação estatal, via políticas financeiras, tor-

nar efetivo o papel dos fundos de pensão no financiamento do desenvolvimento econômico, ante o paradoxo do caso norte-americano – o horizonte de curto prazo das instituições na aplicação de seus ativos *versus* a longa maturação de suas obrigações.

1. INTRODUÇÃO

Um dos traços marcantes do desenvolvimento recente dos mercados financeiros nos países desenvolvidos é a importância crescente dos investidores institucionais – notadamente os fundos de pensão, as seguradoras e os fundos mútuos de investimento – como mobilizadores da liquidez disponível, sob a forma de poupança contratual. A dimensão desse movimento pode ser avaliada pelos dados da tabela 1, os quais revelam que em cinco dos principais países industrializados¹ os investidores institucionais (fundos de pensão, seguradoras e fundos mútuos) detinham em 1993 um total de US\$ 14 trilhões em ativos, dos quais US\$ 8 trilhões eram de propriedade dos investidores institucionais norte-americanos (US\$ 3,6 trilhões em fundos de pensão e US\$ 1, 8 trilhão nas seguradoras do ramo vida).

Esses montantes indicam com precisão o potencial de investimento controlado por esses intermediários financeiros.

Os dados apresentados na tabela 2 comprovam, sob outro ângulo, a importância crescente dos investidores institucionais, ao mostrar o aumento expressivo da participação dos fundos de pensão e das seguradoras no *portfólio* de investimento das famílias nos principais países industrializados (à exceção da Itália). Esse fenômeno da institucionalização da poupança pode ser explicado, em parte, pelo envelhecimento da população e pelos incentivos fiscais concedidos à formação de planos privados de previdência complementar, em resposta às maiores pressões sobre os sistemas públicos de seguridade social num contexto de grave crise do *welfare state*.

Na maioria dos países o imposto somente incide sobre a pensão quando de seu recebimento, e não no momento em que os ganhos de capital e juros estão sendo acumulados. E em alguns casos também as contribuições para planos de pensão podem ser deduzidas no imposto de renda.

TABELA 1
Comparação Internacional – Investidores Institucionais: Ativos por Tipo
de Instituições em Países Selecionados

DISCRIMINAÇÃO	1980	1988	1990	1991	1992	1993
(US\$ bilhões)						
FUNDOS DE PENSÃO						
Alemanha	17,2	41,6	55,2	58,6	62,6	53,5
Canadá	43,3	131,3	171,8	188,4	191,7	
Estados Unidos	667,7	1.919,2	2.257,3	3.070,9	3.334,3	3.571,4
Japão	24,3	134,1	158,8	182,3	191,9	
Reino Unido	151,3	483,9	583,6	642,9	670,5	695,7
SEGURADORAS (VIDA)						
Alemanha	88,4	213,5	299,5	325,7	341,4	334,3
Canadá	36,8	85,5	106,1	118,1	131,8	132,7
Estados Unidos	464,2	1.132,7	1.367,4	1.505,3	1.624,5	1.784,9
Japão	124,6	734,6	946,9	1.113,7	1.214,8	1.476,5
Reino Unido	145,7	358,9	447,9	516,7	574,7	619,3

(Continua)

Estes países são a Alemanha, o Canadá, os Estados Unidos, o Japão e o Reino Unido.

(Continuação)

DISCRIMINAÇÃO	1980	1988	1990	1991	1992	1993
SEGURADORAS -(NÃO VIDA)						
Alemanha	36,7	87,6	126,3	127,4	187,9	198,8
Canadá	9,2	22,7	26,8	23,3	...	...
Estados Unidos	182,1	453,9	529,2	591,6	628,7	640,8
Japão	34,6	156,1	190,3	215,5	218,5	167,9
Reino Unido	31,3	72,2	85,2	89,6	95,6	97,1
FUNDOS MÚTUOS ⁽¹⁾						
Alemanha ⁽²⁾	22,4	99,9	145,5	166,2	171,6	205,2
Canadá	3,9	17,5	21,5	43,2	42,9	86,7
Estados Unidos	292,9	810,3	1.066,9	1.348,2	1.595,4	2.011,3
Japão ⁽³⁾	60,8	433,9	353,5	323,9	346,9	448,7
Reino Unido	16,8	76,7	91,5	104,4	91,2	141,3
TOTAL						
Alemanha	164,7	442,6	626,5	677,9	763,5	811,8
Canadá	93,2	257,0	326,2	373,0	376,4	...
Estados Unidos	1.606,9	4.316,1	5.220,8	6.516,0	7.182,9	8.008,4
Japão	244,3	1.458,7	1.649,5	1.835,4	1.972,1	....
Reino Unido	345,1	991,7	1.208,2	1.353,6	1.432,0	1.553,4
TOTAL (%PIB)						
Alemanha	20,3	37,1	41,7	42,7	42,7	47,4
Canadá	35,2	52,2	56,8	63,3	66,1	....
Estados Unidos	59,3	88,1	94,5	113,9	119,0	125,6
Japão	23,1	50,3	56,3	54,8	53,8	...
Reino Unido	64,1	118,3	125,5	133,8	137,1	165,3

Extraído de Folkerts-Landau & Ito (1995:166).

Notas: (1) Os dados na primeira coluna dos fundos mútuos são de 1983, exceto para o Canadá. (2) Fundos públicos e especiais. (3) *Trustees* de investimentos.

TABELA 2
 Comparação Internacional – Investidores Institucionais: o Crescimento da Poupança
 Institucional em Países Selecionados (Anos 80)

Países	Ativos Financeiros como Percentual dos Ativos Financeiros das Famílias								
	Pensão e Seguradoras - Vida			Entidades de Investimento Coletivo			Total		
	1980	1985	1990	1980	1985	1990	1980	1985	1990
Estados Unidos	17,80	21,10	23,50	2,20	5,00	7,70	20,00	26,00	31,20
Japão	13,80	16,60	20,80	1,80	3,60	5,60	15,60	20,20	26,40
Alemanha	19,40	24,20	27,10	3,20	4,80	8,10	22,60	29,00	35,10
França	8,00	11,20	14,70	2,70	12,40	21,70	10,60	23,60	36,30
Itália 1-2	1,60	0,90	³ 3,20	nd	2,10	³ 2,90	nd	2,90	¹ 6,10
Reino Unido ¹	39,99	49,90	³ 53,70	1,60	3,10	³ 4,90	41,50	53,10	³ 58,60
Canadá	19,40	23,30	26,70	1,00	1,60	3,00	20,40	24,90	29,70

Extraído de: BIS, 62nd Annual Report, 1992.: 194.

Notas: (1) Ativos totais. (2) Valor histórico. (3) Dados de 1989.

Para essa tendência crescente de delegar a uma instituição financeira a tarefa de administrar a aplicação dos recursos também contribuiu o processo de securitização,² que multiplicou os instrumentos financeiros e fez crescer a assimetria de informação entre a unidade superavitária individual e os emissores de instrumentos de dívida direta.

O desenvolvimento de novos instrumentos e mercados financeiros altamente complexos e sofisticados dificultou de forma considerável a construção e a administração eficiente de um portfólio de aplicações financeiras pelo poupador individual. Em função de ganhos de escala na obtenção e processamento de informações, os investidores institucionais conseguem, mais rapidamente que os indivíduos, analisar as perspectivas de investimentos e responder ao desenvolvimento de uma variedade mais ampla de mercados.

Do ponto de vista das economias domésticas, mais importante que o acúmulo de recursos como provisão para aposentadoria é a forma como esse capital está sendo investido. A institucionalização da poupança, a partir da expansão dos fundos de pensão, é por muitos associada à formação de horizontes de longo prazo no interior dos mercados de capital domésticos. Mas é preciso ter cautela ao avaliar tal movimento. De um lado, porque com a emergência e desenvolvimento de uma série de novos produtos financeiros, o financiamento dito de "longo prazo" nos mercados de capitais contemporâneos não exclui formas sofisticadas de repactuar o que são, na verdade, contratos de curto prazo. E de outro, a previsibilidade e o horizonte temporal de longo prazo das obrigações contratuais dos fundos não garantem, de per se, que os recursos acumulados por essas instituições estejam sendo necessariamente aplicados em ativos de longo prazo.

À seguir, tenta-se uma breve discussão sobre a importância da poupança contratual para o financiamento dos investimentos, e em seqüência são apresentados alguns conceitos e definições relativos aos fundos de pensão.

1.1 A Importância da Poupança Institucional no Financiamento dos Investimentos de Longo Prazo

Aos investidores institucionais, sobretudo aos fundos de pensão, é atribuída a vantagem de contribuir para a elevação da poupança e, por conseqüência, estimular o crescimento econômico. Contudo, algumas qualificações são necessárias.

Em primeiro lugar a adesão dos indivíduos a um plano de pensão, ou a compra de um contrato de renda vitalícia junto à uma seguradora do ramo vida, não significa ampliação do nível de poupança corrente, mas apenas a opção por uma entre várias outras formas de poupança. Os indivíduos podem poupar parte da sua renda presente, de modo a constituir um pecúlio para a velhice, mediante aquisição de vários tipos de ativos financeiros – ações, caderneta de poupança, títulos públicos –, além de ativos reais como imóveis e propriedades. A existência de planos ou contratos de aposentadoria e pensão não afeta, portanto, o volume da poupança das famílias, mas sim sua alocação.

Nos Estados Unidos, por exemplo, os estudos mostram que os instrumentos de mercado de capital e os investimentos institucionais são substitutos quase perfeitos no portfólio das famílias. Isso significa que, com o crescimento da poupança contratual, as famílias têm-se retirado do mercado de capital. Já em outros países, como Alemanha e Japão, onde os mercados são pouco desenvolvidos, os contratos de pensão são substitutos de depósitos bancários, que em geral são de longo prazo.

² Sobre o processo de securitização e os novos instrumentos financeiros à ele associado, ver Ferreira & Freitas (1990).

Nesses países a desintermediação bancária seria, portanto, a consequência mais provável do avanço desses investidores institucionais.

Uma segunda questão diz respeito à necessidade de poupança para o financiamento dos investimentos. A poupança não desempenha nenhum papel relevante na determinação do investimento, dado que a decisão de investir é motivada pela busca de lucro e não pela existência de poupança prévia. Numa economia monetária como a capitalista, dotada de um sistema bancário complexo e hierarquizado, a poupança como conceito macroeconômico só tem sentido *ex-post*, dado que é o gasto capitalista, financiado pelo crédito bancário, que gera a renda da qual se origina a poupança. Como ressalta Almeida (1994), nem a poupança macroeconômica é necessária para financiar o investimento nem a poupança corrente esgota a possibilidade ou limita a intermediação financeira e o mercado de capitais, responsáveis pelo financiamento final (*funding* de longo prazo) dos investimentos.

A poupança não é, contudo, um ato destituído de sentido econômico. Ao contrário, o ato de poupar é decisão individual irrevogável e inquestionável de possuir mais riqueza. E as formas sob as quais são mantidos os direitos sobre o estoque de riqueza (poupança financeira) da sociedade não são neutras. O processo de criação de riqueza nova, por meio do investimento produtivo, pode ser afetado por transações de natureza eminentemente especulativa com ativos financeiros representativos da riqueza velha. Assim, se o financiamento do investimento produtivo independe do fluxo de poupança corrente, o mesmo não ocorre com a forma de conservação da poupança. Como destaca Ferreira (1980, p.16), o volume e a composição dos ativos financeiros não podem ser considerados irrelevantes no processo de financiamento do investimento.

A importância crescente dos investidores institucionais traduz uma modificação relevante na composição da poupança financeira, com impacto sobre o financiamento do investimento produtivo. O investimento dos recursos acumulados pelos investidores institucionais tem reflexos importantes tanto sobre o volume como sobre o comportamento dos mercados financeiros.

As ações e os títulos negociáveis emitidos pelos governos e pelas empresas de excelente nível de risco, transacionados nos mercados de capitais, são considerados os ativos mais adequados para os investidores institucionais, sobretudo para os fundos de pensão e as seguradoras do ramo vida, os quais procuram obter um fluxo estável de receitas compatíveis com seus compromissos, previsíveis e de longo prazo, de geração de renda contratual, contingente ou não-contingente. Em razão dessas características operacionais, os investidores institucionais são candidatos ideais a desempenhar um papel-chave no financiamento da acumulação de capital.

No entanto vários estudos³ destacam que, no caso dos países anglo-saxões, a institucionalização da poupança acarretou modificações significativas na dinâmica dos mercados de capitais, mas não no sentido esperado de introduzir um horizonte de longo prazo e promover uma alocação mais "eficiente" do capital na economia. Ao contrário, com a preponderância dos investidores institucionais, os mercados tornaram-se mais voláteis e mais sensíveis aos retornos de curto prazo, introduzindo maior incerteza no cálculo capitalista. Nesses países a institucionalização da poupança tem permitido o crescimento da riqueza privada mediante transferência dos direitos de propriedade sobre ativos já existentes sem, contudo, estimular o investimento produtivo.

Em geral a distribuição do portfólio dos investidores institucionais, inclusive os fundos de pensão, é fortemente influenciada pelo retorno relativo dos ativos. Um rápido ajustamento do portfólio é promovido pelos administradores, em resposta às mudanças nos retornos relativos das várias categorias de ativos. Como os investidores institucionais mobilizam volumes de recursos de grande

³ Ver, entre outros, BIS (1987), Davis (1988), Warhaswy (1988), Minsky (1992), Barber & Ghilarhucchi (1993), Aglietta (1995).

magnitude, uma rápida realocação dos investimentos tem forte impacto sobre o preço dos ativos. Nesse contexto, os administradores das corporações industriais podem ser obrigados à concentrarem-se na busca de lucros no curto prazo, para evitar as ameaças de *take over*, às quais se tornam vulneráveis se os preços das ações estão em queda. Tal estratégia é nociva ao planejamento de longo prazo, ao investimento e ao desenvolvimento de novos produtos.⁴

Nesse mesmo sentido dirigem-se as preocupações do economista pós-keynesiano Hyman Minsky, que vê o predomínio crescente dos investidores institucionais nos mercados financeiros internacionais, e no mercado norte-americano em particular, como a consolidação de um novo estágio das inter-relações entre finanças e empresas na economia capitalista, o qual denomina *money manager capitalism* (Minsky, 1992, p. 28-32). Ele também alerta que, com o emergência desse novo estágio, o financiamento do desenvolvimento da economia cede lugar à busca de retorno de curto prazo.

1.2 Conceitos e Definições

Os planos de pensão são instrumento de provisão para aposentadoria, em geral complementar ao esquema oficial de previdência social, estabelecidos para o benefício de um grupo de pessoas, tais como os trabalhadores de uma ou mais empresas, membros de um sindicato ou associação, uma dada categoria de trabalhadores autônomos etc. Esses planos propiciam aos indivíduos que deles participam, em geral trabalhadores de renda média e alta, um rendimento superior àquele obtido no sistema oficial e compulsório da previdência social por ocasião da aposentadoria.

Uma das principais diferenças entre a previdência social e os planos de pensão reside na forma de financiamento dos benefícios pagos aos participantes.

As pensões e aposentadorias garantidas pelo estado são sempre financiadas através do sistema *pay-as-you-go*, ou de repartição simples, baseado na transferência direta da renda da população ativa para a inativa, dado que os benefícios dos inativos são financiados pelas contribuições correntes dos trabalhadores ativos. Nesse tipo de esquema, em que não há acúmulo de reservas exceto as provisões de contingência, ocorre uma transferência de renda entre as distintas gerações.

Já os planos de previdência complementar são, em geral, constituídos em regime de capitalização, ou seja, os benefícios pagos são financiados pelos ativos acumulados à partir das contribuições prévias dos participantes (transferência intertemporal de renda). As contribuições que vão formar o fundo de reserva são definidas segundo métodos atuariais que levam em conta a idade dos participantes, o tempo de contribuição, a estrutura salarial e o retorno mínimo esperado nos investimentos dos recursos acumulados.

Existem, porém, planos de previdência complementar que não operam em regime de capitalização. Nos países europeus há vários exemplos de esquemas de pensão privada financiada pelo sistema de repartição. Há também um procedimento intermediário conhecido como *book reserve*, no qual as obrigações de pagamento da aposentadorias são especificadas nos balanços das empresas, mas não se cria um *funding* específico. Essa modalidade prevalece, por exemplo, na Alemanha e no Luxemburgo.

Os planos de pensão, em geral, são criados por iniciativa de empresas públicas ou privadas, ou surgem da negociação entre os sindicatos patronais e os sindicatos de trabalhadores. Assim, existem planos de pensão contratuais patrocinados por uma só empresa e planos multipatrocinados, de que participam os trabalhadores de um mesmo ramo industrial e nos quais os participantes usufruem da vantagem de conservar os direitos quando mudam de empregador.

⁴ Esse ponto será retomado no item 4.

A criação de um plano de previdência complementar pode também ocorrer por imposição legal. Nesse caso, as empresas são obrigadas a filiar seus empregados a um esquema governamental de previdência complementar ou a um esquema contratual previamente estabelecido mediante negociação entre os representantes sindicais. Tal obrigação pode ser dirigida não somente às empresas, mas também, coletivamente, aos trabalhadores autônomos.

Os planos de previdência complementar podem ainda ser classificados como contributários e não-contributários: No primeiro caso os participantes descontam parte de seus salários para o fundo, enquanto no segundo apenas o empregador contribui para o fundo que vai financiar as pensões dos seus empregados. Nesses últimos o mais freqüente é que a empresa patrocinadora do fundo assuma integralmente as contribuições para o plano até um certo nível de cobertura dos benefícios, como um percentual do salário final. Aos empregados que desejarem ampliar o valor da pensão ou da aposentadoria à qual terão direito é oferecida a possibilidade de realizar contribuições voluntárias ao plano, caso em que a empresa costuma contribuir, a título de incentivo, com um percentual fixo adicional.

Os planos de pensão também podem ser diferenciados em função das obrigações contratuais relativas aos benefícios e contribuições. Segundo esse critério existem dois tipos de planos: os de benefício definido e os de contribuição definida.

Nos planos de benefício definido a regra contratual define previamente o nível dos benefícios, normalmente um certo percentual do salário final ou do salário médio da carreira. As contribuições dependerão da previsão dos benefícios futuros, calculada por métodos atuariais. Para evitar o risco de insolvência atuarial, ou seja, o risco de que a renda gerada pelo patrimônio do fundo não seja suficiente para honrar no futuro os compromissos de pagamento de benefícios, os cálculos atuariais que definem o valor das contribuições devem ser revistos periodicamente. O risco de insolvência atuarial é, em geral, integralmente assumido pela empresa patrocinadora.

No tipo contribuição definida, a regra contratual define a contribuição do empregador ou deste e dos empregados como um certo percentual do salário médio ou final. O valor do benefício auferido dependerá da taxa de retorno dos recursos do fundo. O risco de variação da taxa de retorno da carreira de aplicações do fundo é passado ao participantes. Nesse tipo de plano não há risco de insolvência atuarial pois, por definição, os compromissos do fundo se ajustam automaticamente à sua capacidade de pagamento.

Alguns analistas consideram que os planos de contribuição definida apresentam inúmeras vantagens em relação aos planos de benefício definido.⁵ A primeira delas é que nesse tipo de fundo o risco de insolvência, no caso da empresa patrocinadora enfrentar uma crise financeira, é eliminado. A portabilidade – possibilidade de que o trabalhador possa levar os ativos acumulados em um plano de pensão de uma empresa para outra quando troca de emprego – é também uma vantagem dessa modalidade em relação aos de benefício definido.

Outra importante característica dos planos de contribuição definida é a visibilidade, ou seja, a clara noção que os participantes têm do valor dos ativos por eles acumulados. Esse tipo de plano apresenta também a vantagem de minimizar os riscos de malversação dos recursos, e conseqüente prejuízo dos participantes, pois o desempenho dos investimentos dos recursos é de crucial importância para a determinação do valor dos benefícios, e assim os trabalhadores têm todo interesse em fiscalizar a gestão do fundo. O risco de uso político dos recursos dos fundos de pensão seria igualmente minimizado, pois qualquer tentativa nesse sentido despertaria a oposição dos participantes.

⁵ Ver, por exemplo, Love (1988) e Portocarrero *et alii* (1993).

Finalmente, também é atribuída aos planos de pensão de contribuição definida a vantagem de aumentar a resistência da sociedade às políticas monetárias inflacionárias, que prejudicam a rentabilidade dos fundos e, portanto, reduzem o valor futuro das aposentadorias.

Há, no entanto, outros aspectos dos planos de contribuição definida que merecem consideração. Vincular o valor dos benefícios ao retorno dos ativos acumulados implica necessidade de reajustar continuamente os valores das contribuições para manter o nível desejado dos benefícios, dado que no longo prazo o desempenho da economia e dos mercados financeiros varia consideravelmente.

Nesse sentido, a exigência de maiores contribuições pode ser tão grande quanto aquela observada nos planos de benefício definido. Só que nesse caso o peso de ter que contribuir com percentuais crescentes do salário para um nível desejado de benefício futuro recai quase que exclusivamente sobre os participantes.

Adicionalmente, uma grave crise no mercado de capitais, como aconteceu em meados dos anos 70 e em 1987, pode ter forte impacto negativo sobre o comportamento das ações e títulos e, por consequência, sobre os valores dos benefícios dos trabalhadores que estiverem aposentando-se. Como nesse tipo de plano não há promessa de valor definido para os benefícios, o ônus do mal desempenho recai integralmente sobre os participantes.

Para os propósitos desse estudo, um fundo de pensão é definido como instituição de natureza financeira que acumula recursos de seus participantes, ou vertidos à conta deles por seus empregadores, e que reverte aos participantes o resultado da aplicação dos recursos sob a forma de fluxo de renda de natureza previdenciária (aposentadorias e pensões).

Enquanto intermediários financeiros, os fundos de pensão usufruem das vantagens de emitir um título, obrigação representativa do pagamento de pensão e aposentadoria, de qualidade superior aos ativos financeiros emitidos diretamente pelas unidades deficitárias (empresas privadas, empresas públicas e governos), pois são instituições especializadas que possuem maior domínio das técnicas financeiras que os agentes econômicos individuais. Adicionalmente, como os demais intermediários financeiros, os fundos de pensão exploram economias de escala ao administrar o portfólio de ativos financeiros, investindo e administrando os investimentos em ativos primários a custo mais baixo que a unidade superavitária individual.

A principal atividade dos fundos de pensão ou, em outras palavras, do *trust* independente que administra o plano de pensão de uma ou mais empresas, além de arrecadar contribuições e pagar os benefícios, é investir a massa de recursos acumulados. Dada a natureza de suas obrigações os fundos devem concentrar-se em ativos de longo prazo e maior retorno, diversificando suas aplicações em instrumentos cujos retornos sejam imperfeitos ou negativamente correlacionados.

Os principais riscos incorridos por essas instituições são (i) o risco atuarial, que se relaciona às estimativas inexatas da taxa de mortalidade dos beneficiários, e (ii) o risco de mercado, isto é, de que os ativos acumulados não sejam suficientes para cobrir os desembolsos prometidos. Cabe destacar que as seguradoras e os fundos incorrem em risco atuarial distinto: no primeiro caso o risco é o beneficiário morrer mais cedo do que o previsto, enquanto no segundo o problema surge se o beneficiário morrer mais tarde que o previsto.

Modernas teorias de portfólio sugerem que a diversificação pode reduzir o risco das diferentes performances de empresas e indústrias individuais, mas não o risco decorrente da má performance da economia como um todo. Este, no entanto, poderia ser reduzido pela diversificação internacional do portfólio.

Na maioria dos casos, a gestão dos fundos pode ser caracterizada como um processo em dois estágios. O primeiro consiste na escolha de um *mix* de ativos (ações, bônus,⁶ propriedades, ativos estrangeiros) que permita estimar retornos e riscos para o *portfólio*; enquanto o segundo envolve a seleção de ativos individuais dentro de cada categoria geral. Erros na composição desse *mix* podem surgir da má avaliação do potencial de lucratividade ou risco do investimento em um ativo ou setor, enquanto na seleção podem ocorrer erros na escolha de um ativo financeiro particular.

2. A EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL DE FUNDOS DE PENSÃO

A falência dos sistemas públicos de seguridade social, baseados em esquemas de pensões “não fundados”, do tipo repartição simples, tem levado os governos, tanto em países desenvolvidos como em desenvolvimento, a estimular, no contexto da implementação de reformas previdenciárias, o desenvolvimento de um regime previdenciário complementar e voluntário, em bases de capitalização. Contudo, o grau de importância e o desenho institucional dos planos de previdência complementar variam consideravelmente entre os países.⁷

2.1 Aspectos Institucionais

Na maioria dos países onde existem fundos de pensão privados, eles coexistem com sistemas governamentais de previdência social que garantem aposentadoria mínima para todos os trabalhadores.⁸

A principal exceção é o *Chile*, onde o sistema privado de previdência criado em 1981 substituiu o sistema público.⁹

As principais características do sistema de pensão chileno são (i) a capitalização individual, mediante contribuições obrigatórias para todos os trabalhadores assalariados e voluntária para os profissionais liberais, (ii) as aposentadorias por idade, com pensões variáveis segundo o saldo acumulado de cada trabalhador, (iii) as pensões de invalidez e sobrevivência, proporcionais à renda do filiado, (iv) a liberdade para escolher a instituição administradora e (v) o papel subsidiário do estado, que se manifesta na regulamentação e fiscalização do sistema e da garantia de pagamento de pensões mínimas.

O beneficiário pode optar por três modalidades distintas de pensão: retirada programada, renda vitalícia e renda temporal com renda vitalícia diferida. As pensões expressam-se em unidades reajustáveis. A idade legal para aposentadoria é de 65 anos para os homens e 60 anos para as mulheres, embora sob certas condições seja possível aposentar-se mais cedo.

A administração do sistema de pensão é responsabilidade exclusiva de entidades privadas competitivas, as administradoras de fundo de pensão (AFP), que cobram comissões para segurar o trabalha-

⁶ Os bônus são títulos de dívida direta, de média e longa maturação, emitidos com taxa de juros fixas ou flutuantes.

⁷ Foram examinados o Chile, Estados Unidos, Canadá, Japão e os países da União Européia. Embora toda literatura consultada conste da Bibliografia apresentada no final do trabalho, cabe ressaltar que as informações relativas aos aspectos institucionais dos fundos de pensão foram extraídas de Vasquez (1996), Pons (1995) e Acuña & Iglesias (1991) no caso do Chile; Drucker (1977), Bodie & Shoven (1983), Love (1988) e Warshaswy (1988) para os Estados Unidos; Coward (1988) sobre o Canadá; European Commission (1994) para os países europeus; Suzuki (1987), Tereda (1988) e Yamashita (1989) para o Japão.

⁸ Foge dos objetivos deste trabalho analisar as experiências dos sistemas oficiais de previdência social. Sobre esse tema, ver, entre outros, Portocarrero *et alii* (1993) e Toneto Jr. (1993), que analisam a previdência social a partir de referenciais teóricos distintos.

⁹ O Estado permanece como o garantidor em última instância de uma pensão mínima (valor fixo) para aqueles trabalhadores que não conseguiram ao longo da vida ativa acumular recursos suficientes para a obtenção da renda mínima.

dor contra o risco da invalidez e morte e para investir os recursos do fundo de pensão. As atividades das AFP são controladas pela Superintendência das AFP (SAFP), que exerce função normativa e de supervisão.

As AFP são organizadas juridicamente como companhias de capital aberto, com ações negociadas em bolsa. Em 1995 havia no Chile 18 AFP, sendo que a maior delas, a PROVIDA, administra os planos de pensão de 1,5 milhão dos os 5 milhões da população economicamente ativa chilena, controlando 20% dos ativos totais do sistema (Kandell, 1995, p.149). Os participantes do sistema de pensão podem trocar de administrador, sem qualquer penalidade a cada três meses.

Na acirrada concorrência para angariar e manter clientes, as AFP buscam altos retornos para seus investimentos e procuram reduzir as comissões que cobram mensalmente. Caso uma AFP não consiga assegurar a seus recursos a rentabilidade mínima mensal determinada pelo governo – que não pode ser inferior a dois pontos percentuais em relação à média do sistema, ou à metade da média das demais AFP –, ela deve compensar a diferença, sob pena de liquidação, caso em que as contas individuais de pensão são transferidas para outra AFP, arcando o estado com o prejuízo.

Entre os países nos quais um sistema público de previdência coexiste com esquemas de aposentadoria complementar, verifica-se correlação inversa entre a importância dos sistemas previdenciários público e o privado. Nas nações anglo-saxônicas (nos Estados Unidos, no Reino Unido e em certa medida no Canadá) a grande importância dos fundos de pensão explica-se pelo fato de que os benefícios oferecidos pelo poder público são relativamente modestos, ou pelo menos bem menores que os existentes em outros países industrializados, como os da Europa Ocidental e o Japão.

Nos *Estados Unidos* a origem dos esquemas de aposentadoria privada remonta a meados do século XIX. Mas foi a partir da promulgação do *Employees Retirement Income Security Act (ERISA)*, em 1974, que se instituiu um verdadeiro sistema de previdência privada no país. O *ERISA* padronizou e homogeneizou as regras relativas aos planos de pensão oferecidos pelas empresas aos seus trabalhadores, e além de determinar a constituição de fundos de pensão com administração independente, fixou padrões mínimos para os direitos adquiridos (*vestings*) e ampliou os requerimentos de *funding* das obrigações.

De acordo com o *ERISA*, empresa e trabalhadores contribuem para o plano de pensão e os empregados recebem seus benefícios durante seus anos de aposentadoria. O *ERISA* também definiu as obrigações dos administradores dos fundos: enquanto fiduciários, eles devem atuar como investidores prudentes, diversificando seus portfólios entre diferentes ativos.

Antes da reforma do sistema, como os planos de pensão não possuíam administração independente e separada das empresas patrocinadoras, os empregadores dispunham de mais fácil acesso aos ativos do fundo, maior controle sobre suas decisões de *funding* e investimento e podiam utilizar os ativos do fundo para propósitos da empresa. O *ERISA* bloqueou muitas das rotas de acesso aos ativos dos fundos de pensão e aumentou consideravelmente os compromissos das empresas patrocinadoras. Como consequência imediata das novas exigências muitas empresas liquidaram seus esquemas de pensão, disso resultando um lento crescimento da participação dos fundos nos ativos das famílias, imediatamente após 1974.

Para neutralizar esse efeito, o *ERISA* introduziu a conta de aposentadoria individual para trabalhadores sem planos de pensão das empresas (*IRA*), com os mesmos benefícios fiscais dos fundos de pensão. O crescimento dos *IRA* acentuou-se a partir de 1981, quando todos os trabalhadores e suas esposas passaram a ter o direito de contribuir para uma conta de aposentadoria individual, administradas pelos bancos comerciais e por instituições financeiras não-bancárias. Outra opção entre os

planos de poupança individual de aposentadoria é a aquisição de uma anuidade, pelo trabalhador, diretamente a uma companhia seguradora do ramo vida.

Em síntese, há nos Estados Unidos três alternativas de planos de aposentadoria: os planos segurados, os planos não-segurados e os planos individuais de aposentadoria. Desses últimos participam tanto trabalhadores autônomos como assalariados cujas empresas não possuem plano de pensão. Os fundos não-segurados são administrados pelos departamentos de fideicomisso dos bancos e por *trustee companies*, enquanto os fundos segurados estão a cargo de seguradoras. Os fundos não-segurados são mais importantes que os segurados porque são maiores e oferecem maior flexibilidade na política de investimento.

Os planos de pensão norte-americanos podem ser ainda classificados de acordo com o sistema de pagamento e tipo de patrocínio.

Segundo o primeiro critério, há planos de benefício definido e de contribuição definida. Os planos do tipo contribuição definida são mais numerosos, mas os de benefício definido têm maior patrimônio e cobrem número maior de participantes.

Há planos de patrocínio governamentais e privados, e estes tanto podem ser multipatrocinados como depender de uma só empresa. Embora algumas características dos planos privados e governamentais sejam semelhantes, a estrutura de regulamentação difere significativamente, já que as exigências definidas pelo *ERISA* não se aplicam aos planos dos servidores públicos. Contudo, vários entre os planos dos governos estaduais e locais, e todos os planos de servidores federais criados após 1983, adotam dispositivos semelhantes aos definidos pelo *ERISA*.

Os esquemas de previdência privada do *Canadá* são também importante fonte de rendimento complementar às pensões oferecidas pelo sistema oficial (cerca de 47% da população ativa estão cobertos por planos de pensão privados ou ocupacionais, e outros 20% contribuem individualmente para planos de poupança para aposentadoria – *Registered Retirement Saving Plans*, ou *RRSP*), semelhantes aos *IRA* norte-americanos), embora o estado também mantenha seu próprio esquema de aposentadoria complementar, parcialmente fundado, integrado obrigatoriamente por toda a população ocupada.

Em sua grande maioria os planos de pensão ocupacionais canadenses são do tipo benefício definido (94% dos 17 mil planos existentes em 1988). Nos planos de pensão dos servidores públicos os benefícios determinam-se com base no salário final, enquanto nos planos patrocinados por empresas privadas o parâmetro adotado é a média do salário final, ou a média do salário da carreira. Em alguns casos, um teto para os benefícios é fixado mediante negociação coletiva.

Em quase sua totalidade os planos públicos são do tipo contributivo, ou seja, exige-se contribuição dos participantes. Já nos planos das empresas privadas predomina a contribuição exclusiva das empresas. O direito aos benefícios (*vesting*) ocorre após dois anos de participação, e as pensões são transferidas para o cônjuge em caso de morte do participante.

No *Reino Unido* o governo, em 1978, também reformou o sistema de previdência privada, fixando-lhe mínimos níveis de benefícios e adequado aprovisionamento. Ao contrário do caso norte-americano, essa reforma não teve o efeito de desencorajar planos privados. Ela instituiu esquema compulsório de previdência complementar para os trabalhadores do setor público e privado, o *State Earning-Related Pension Scheme (SERPS)*. Contudo, concederam-se incentivos fiscais às empresas e in-

divíduos para que substituíssem a previdência complementar oficial por esquemas privados de provisão para a aposentadoria.

Não existe, no país, um arcabouço legal específico para os esquemas privados de previdência complementar. Há somente restrição quanto ao formato do plano de pensão, para efeito de obtenção de vantagens fiscais. Para se habilitarem aos privilégios fiscais os planos de pensão devem-se constituir em regime de capitalização, contar com contribuição do empregador e organizarem-se sob a forma de um *trust*, entidade legal independente e separada juridicamente da empresa patrocinadora.

Predominam os fundos de pensão patrocinados por uma só empresa para seus empregados (ou certas categorias de empregados). Somente alguns poucos fundos são multipatrocinaados, cobrindo todos os trabalhadores de um mesmo ramo industrial. A maioria dos planos de pensão são do tipo benefício definido, com as aposentadorias e pensões definidas proporcionalmente (em geral 2/3) do salário final. Parte do benefício pode ser sacado (*lump sum*) por ocasião da aposentadoria oficial, conforme limites definidos pelas autoridades fiscais. Existe ainda a alternativa do trabalhador montar seu próprio plano, mediante uma conta individual de provisão para aposentadoria, à semelhança do *IRA* norte-americano. Esses planos individuais, do tipo contribuição definida, são administrados pelos bancos.

Por seu tamanho e quantidade, os fundos de pensão ocupacionais no Reino Unido não têm rivais na Europa (ver Quadro 1) – os fundos britânicos são mais diretamente comparáveis com os norte-americanos. Mas há diferenças notáveis.

Nos Estados Unidos prevalece um *approach* mais legalista, sob a influência do *ERISA*, enquanto os esquemas britânicos operam geralmente mediante auto-regulamentação.¹⁰

Um esquema de previdência complementar oficial em regime de capitalização também existe na *Dinamarca*, porém os valores adicionais dos benefícios são modestos quando comparados com as pensões da previdência social. Face as pressões demográficas que comprometeram o funcionamento do sistema oficial, financiado no esquema *pay-as-you-go*, e que implicaram redução dos valores das pensões pagas pela previdência social, um número expressivo de empresas decidiu em coletivamente que a solução seria o estabelecimento de esquemas baseados em regime de capitalização. Já existiam no país, desde os anos 70, fundos privados de previdência complementar para os executivos. Assim, nos anos 80, fundos de pensão privados constituíram-se a partir de acordo coletivo entre as empresas e os sindicatos de trabalhadores. Acordo semelhante contemplou 120 mil empregados do setor público.

Os esquemas privados de previdência complementar são administrados ou por companhias seguradoras do ramo vida ou por fundos de pensão, que são estabelecidos como entidades legais separadas, independentes das empresas que os patrocinam. Existem, basicamente, dois tipos de fundos de pensão na *Dinamarca*: os multipatrocinaados, que oferecem coberturas para os trabalhadores de um mesmo ramo de atividades, e os patrocinados por uma só empresa, visando a cobertura de seus empregados.

¹⁰ Entretanto, o colapso de alguns fundos de pensão expôs claramente a inadequação do sistema britânico. Após o escândalo ocasionado pela descoberta de fraudes que lesaram em US\$ 600 milhões o fundo de pensão do Grupo Robert Maxwell no início dos anos 90, o Governo Britânico decidiu estudar a criação de um órgão regulador para o sistema, assim como a introdução de um seguro contra insolvência.

Esse último tipo de fundo encontra-se em declínio, porque os empregadores consideram que constituem um obstáculo à mobilidade do trabalho. Os fundos multipatrocinados oferecem, em sua totalidade, um plano de pensão do tipo contribuição definida, enquanto os fundos patrocinados por uma só empresa são do tipo benefício definido. Já os planos de pensão administrados pelas seguradoras são do tipo contribuição definida com garantia de rendimento mínimo para os ativos acumulados pelos participantes.

Na *Holanda* também coexistem esquemas compulsórios e voluntários de previdência complementar, em regime de capitalização. Entre os primeiros há fundos de pensão para os trabalhadores do setor privado, organizados por ramos industriais ou categorias profissionais no caso dos autônomos, e um grande fundo para os servidores públicos civis, o *ABP*, o maior da Holanda e um dos gigantes da Europa.

Já os esquemas voluntários de pensão para os trabalhadores do setor privado são estabelecidos em geral como parte de acordos coletivos entre patrões e empregados.

As empresas que decidem criar um fundo de pensão para seus empregados devem cumprir os requisitos estabelecido na Lei de Fundos de Poupança e Pensão, instituindo uma entidade legal e separada para a administração dos recursos. Em geral patrões e empregados contribuem para os planos, em proporção de 2 para 1 ou mesmo 3 para 1, mas existem também planos não contributivos, ou seja, apenas as empresas custeiam-nos. Os planos de pensão do tipo benefício definido predominam no país, oferecendo aposentadoria equivalente a 70% do salário final ou do salário médio da carreira, incluindo a pensão da seguridade social.

Na *Alemanha*, o sistema de pensão ainda é dominado pelo generoso esquema governamental de seguridade social, o qual garante aos aposentados e pensionistas rendimento adequado e suficiente para a manutenção do padrão de vida anterior à aposentadoria. A provisão de complemento à pensão oficial é uma iniciativa privada e voluntária. Os esquemas de aposentadoria complementar são estabelecidos por acordos entre empresas e conselhos de trabalhadores, ou mediante convenções coletivas entre sindicatos e associações patronais. Os acordos coletivos predominam no setor público, na indústria de construção civil e numa parte da indústria alimentícia.

O sistema de aposentadoria complementar privada da Alemanha compreende quatro tipos de esquemas. A forma principal é aquela que envolve obrigações diretas nos balanços das grandes empresas, as quais são obrigatoriamente seguradas contra o risco de falência da empresa patrocinadora. Esse tipo de esquema não possui um fundo próprio (*unfunded schemes*). Outra forma é o seguro direto, no qual a empresa faz um contrato com uma seguradora em benefício de seus trabalhadores. Na terceira modalidade a empresa patrocinadora do plano de pensão cria um fundo independente para administrar seu plano de pensão, organizado e gerido como uma entidade mutualista sem fins lucrativos. E há ainda outra modalidade na qual a empresa cria também uma instituição independente na forma de um fundo de suporte, a qual entretanto não é organizada nem gerida como uma entidade mutualista, conservando o patrocinador um certo grau de discricção quanto a forma de provisão dos benefícios. Em sua grande maioria, os planos de pensão são do tipo benefício definido, garantindo pensões com base no salário final ou retirada de um valor fixo (*lump sum*) por ocasião da aposentadoria.

Na *França* o segmento de previdência privada é pouco desenvolvido. O país conta com generoso sistema de previdência social público, além de esquema de previdência complementar compulsório para os assalariados e profissionais liberais de renda média e alta.

Caso único entre os países europeus que contam com esquemas compulsórios de previdência complementar, o sistema francês é financiado em regime de repartição, sem constituição de reservas, salvo as de contingência. Como a cobertura do esquema compulsório de previdência complementar é ampla, a adesão voluntária a esquemas privados restringe-se a executivos e quadros superiores de grandes empresas e a alguns grupos de servidores públicos que tomaram a iniciativa de criar seus próprios fundos de pensão.

Nas grandes empresas os planos de pensão são do tipo benefício definido, financiado exclusivamente pelo empregador. Em geral não é constituído um fundo, mas uma reserva contábil.

Já os planos de pensão dos servidores públicos, constituídos em regime de capitalização, são do tipo contribuição definida. Apenas os empregados contribuem para o plano de pensão e a administração dos ativos acumulados está à cargo de associações sem fins lucrativos.

De igual modo, na *Itália* os fundos de pensão desempenham papel pouco importante no sistema de previdência. Espera-se, entretanto, que essas instituições ganhem importância no futuro e que aliviem as pressões sobre o estado, bem assim o custo crescente da seguridade social. Esse foi um dos propósitos da implementação na Itália de uma nova legislação, em 1993, relativa aos planos de pensão, que privilegiou os esquemas financiados em regime de capitalização. Com tal estímulo o governo italiano pretende também ampliar a capacidade de absorção do mercado financeiro doméstico, dado o enorme volume de ativos que serão transacionados no processo de privatização das empresas públicas.

Antes de 1993 os planos privados de previdência complementar eram financiados ou por regime de repartição, de compromisso direto do empregador (*book reserve*), ou mediante constituição de fundo em regime de capitalização. Após a implementação da nova lei o sistema voluntário de previdência complementar para os trabalhadores do setor privado passou a organizar-se mediante duas modalidades básicas: fundos abertos e fundos fechados.

Estes últimos podem ser multipatrocinados ou de uma só empresa, enquanto os fundos abertos destinam-se à cobertura dos trabalhadores autônomos e profissionais liberais. A grande maioria dos planos de pensão é do tipo contribuição definida. No caso dos fundos fechados, as contribuições dos patrões e empregados variam entre 4% e 6% do rendimento assalariado. Os fundos devem ser constituídos como entidade legal independente, com opção entre três modalidades jurídicas: associação não-lucrativa, fundação privada ou fundo de bem-estar social, com administração e contas separadas.

Também na *Espanha* foi adotada nova legislação com vistas a estimular o desenvolvimento de esquemas privados de previdência complementar em regime de capitalização. Todos os planos de pensão constituídos sob a vigência da nova lei, denominados planos qualificados, recebem tratamento fiscal favorável. As antigas instituições mutualistas e montepios que ofereciam cobertura de previdência complementar aos seus membros, financiada em regime de repartição com base na legislação promulgada no início dos anos 40, ficaram obrigadas, com a promulgação da Lei de Pensões em 1987, a efetuar cobertura atuarial para suas obrigações.

Com a nova legislação os fundos de pensão qualificados podem ser criados por uma empresa, por associações de classe, sindicatos ou por um indivíduo, desde que os recursos usados para financiar o plano de pensão derivem de seu rendimento assalariado. Antes de entrar em funcionamento os planos precisam ser formalmente aprovados pelo órgão de supervisão, para isso observando, entre outras exigências, a de *funding* integral para as obrigações.

QUADRO 1
 União Européia: Patrimônio de Instituições de Previdência Complementar (Estimativas)
 (Moeda nacional e equivalente em ECU)

PAÍSES (1)	TIPO DE INSTITUIÇÃO	ANO	ATIVOS - (MOEDA NACIONAL - MILHÕES)	ATIVOS (ECU - MILHÕES)
ALEMANHA (2)	Reserva contábil (<i>book-reserves</i>)	1992	DM 250.000	123.743
	Fundos de pensão	1992	DM 95.000	47.022
	Outros	1992	DM 88.000	43.557
BÉLGICA	Seguradoras	1991	BF 503.442	11.923
	Fundos de pensão	1991	BF 206.000	4.879
DINAMARCA	Seguradoras - vida	1991	Dkr 222.000	28.071
	Planos pessoais em bancos	1991	Dkr 76.400	9.660
	Fundos de pensão	1991	Dkr 129.200	16.337
ESPANHA	Fundos de pensão	1992	Pst 658.352	4.968
	Planos individuais	1992	Pst 424.619	3.204
	Associações mutualistas	1992	Pst 850.000	6.414
FRANÇA (3)	AGIRC/ARRCO	1991	Fr 140.000	20.077
	Outros fundos	1992	Fr 168.800	24.648
GRÉCIA (4)	Fundos de pensão	1989	Drs 398.100	2.226
HOLANDA	Fundos de pensão privados	1992	Dfl 240.485	105.716
	Fundos do setor público	1992	Dfl 187075	82.237
IRLANDA	Fundos de pensão	1992	Ir £ 9.700	12.751
ITÁLIA	Fundos de pensão	1991	Lit 11.250.000	7.337
PORTUGAL	Fundos de pensão	1992	Esc 452.000	2.587
REINO UNIDO (5)	Fundos de pensão	1991	£ 344.000	490.719

Fonte: *European Commission* (1994). *Supplementary Pensions in the European Union: development, trends and outstanding issues*, 94.

Notas: (1) Embora seja membro da União Européia, Luxemburgo foi omitido porque seu volume de ativos em fundos de pensão é pouco significativo. *** (2) Nos esquemas de previdência complementar do tipo reserva contábil, os recursos do plano de pensão ficam à disposição da empresa patrocinadora. O item "outros" inclui apólices de previdência complementar adquirida diretamente junto as seguradoras pelas empresas em nome dos seus funcionários e os fundos de pensão do tipo de suporte, que se diferenciam dos fundos de pensão típicos por não serem organizados como entidades mutualistas. *** (3) No caso das instituições de previdência complementar compulsória, AGIRC (*Association générale des institutions de retraite des cadres*) e ARRCO (*Association des régimes de retraite complémentaires*), que operam em esquema de repartição (*pay-as-you-go*), os dados relativos ao patrimônio referem-se exclusivamente às reservas de contingência. *** (4) Somente fundos compulsórios de previdência complementar. *** (5) Dados sobre os contratos de pensão efetuados diretamente junto às seguradoras não são identificáveis nas informações disponíveis sobre os ativos globais do setor. Mas a título de referência, no ano de 1990 as companhias seguradoras britânicas controlavam ativos da ordem de £ 277.000 milhões, em suas atividades nos ramos vida, geral e previdência complementar.

Os planos de pensão devem ter *status* legal independente, contando com comitê de controle de no mínimo cinco membros (representação majoritária dos trabalhadores). Claramente inspirada no modelo chileno de previdência privada, a Lei de Pensões estabelece que os ativos acumulados pelo plano de pensão devem ser geridos por uma instituição financeira de capital aberto, cotada na Bolsa de Valores, cuja atividade exclusiva deve ser a administração do fundo de pensão (à exceção das seguradoras do ramo vida autorizadas a atuar no país). Os patrocinadores dos planos de pensão são livres para trocar de entidade gestora, caso discordem do modo como o fundo é administrado.

No final de 1992 havia na Espanha 527 planos de pensão qualificados, dos quais 160 eram de contribuição definida e apenas 19 do tipo benefício definido: a grande maioria dos planos (348) combinava características dos dois métodos básicos.

No Japão, ante o envelhecimento da população e as pressões resultantes sobre o amplo sistema público de seguridade social, o governo decidiu reduzir gradualmente as obrigações da previdência oficial e repassar parte da responsabilidade financeira para os planos de pensão privados. Sob a legis-

lação que regula os fundos de pensão, apenas os *trust banks* e as companhias de seguro (e, desde 1985, os bancos estrangeiros) estão autorizadas a administrar os ativos dos fundos de pensão.

Existem no Japão três modalidades de planos de pensão para os trabalhadores do setor privado: o plano qualificado, o plano de pensão dos empregados e o plano de pensão das empresas.

Nos planos de pensão do tipo qualificado as empresas privadas constituem um fundo para financiar as pensões e aposentadorias de seus trabalhadores. Ambos, empregadores e trabalhadores, contribuem para o fundo, mas apenas as contribuições patronais são inteiramente dedutíveis. Já os planos de pensão dos empregados integram um sistema administrado pelo setor público, constituído em substituição ao esquema de previdência oficial, para o pagamento de aposentadoria aos trabalhadores do setor privado. Organizados sob a forma de fundos juridicamente independentes, esses planos gozam de tratamento fiscal mais favorável, pois tanto as contribuições dos empregadores como as dos trabalhadores são inteiramente dedutíveis. Além disso, as receitas dos investimentos são taxadas apenas quando superam um teto definido.

Os fundos de pensão dos empregados estão organizados em associação nacional cuja principal responsabilidade é pagar os benefícios dos afiliados que deixem o plano após 10 anos de participação. Já os planos de pensão das empresas são do tipo *book reserve*, sem constituição de fundo em regime de capitalização. Os planos dessa modalidade têm perdido importância, dado que não se beneficiam de privilégios fiscais.

2.1.1 O Tratamento Fiscal dos Fundos de Pensão

A importância da concessão de vantagens fiscais como condição necessária ao desenvolvimento da previdência complementar privada é um dos destaques da experiência internacional dos fundos de pensão. Como pode ser verificado no resumo comparativo do quadro 2, todos os países concedem privilégios e vantagens fiscais aos fundos privados, embora alguns sejam mais generosos que os outros.

A concessão de privilégios fiscais aos fundos justifica-se porque as provisões voluntárias para aposentadoria possuem grande relevância social, na medida que representam um suporte à velhice e reduzem a dependência dos idosos à assistência social pública. Se as famílias não poupam com essa finalidade, fatalmente tornar-se-ão um peso para o estado quando envelhecerem. Esse aspecto tem sido enfatizado pelos governos que enfrentam custos crescentes dos esquemas públicos de previdência.

Existem, contudo, argumentos contrários, segundo os quais os segmentos da população de média e alta renda são os únicos beneficiados pelos privilégios fiscais concedidos aos fundos de pensão, já que os trabalhadores de renda baixa raramente têm acesso aos esquemas de previdência complementar.

Outra questão diz respeito a seu impacto sobre as finanças dos governos, em particular daqueles que enfrentam sérios déficits orçamentários, já que tais arranjos privam-nos de expressivos montantes de recursos. A avaliação de tais impactos é difícil, dado que a prática mais comum é conceder isenção às contribuições voluntárias aos planos privados de pensão e taxar os benefícios como renda normal no momento do recebimento – como as pensões são em geral inferiores aos rendimentos do trabalhador ativo, o diferimento do imposto pode implicar perda efetiva de receita fiscal.

O mesmo acontece nos esquemas de pensão que facultam aos participantes o saque dos ativos acumulados (*lump sum*) por ocasião da aposentadoria, integral ou parcialmente, em geral com isenção fiscal ou tributação favorecida.

A possibilidade de inconsistência resultante da concessão de privilégios fiscais para os esquemas de previdência privada e a simultânea elevação da carga tributária no contexto de austeridade fiscal

têm preocupado vários governos. Na Europa, por exemplo, alguns países estão estudando a possibilidade de restringir as vantagens fiscais dos fundos de pensão, e outros, como é o caso da Bélgica, já o fizeram.

De igual modo na *Itália*, onde o governo regulamentou recentemente a previdência complementar privada, a concessão de tratamento fiscal favorável aos fundos de pensão sofreu oposição do Ministério das Finanças. Assim, nesse país existe limite para a dedução das contribuições tanto das empresas quanto dos empregados, e sobre o total das contribuições agregadas incide taxa de 15% que será reembolsada aos participantes por ocasião do pagamento dos benefícios. Também as receitas do investimento dos ativos dos fundos estão sujeitas à tributação (alíquota de 0,125%).

Na *Bélgica* as contribuições das empresas e dos empregados a um plano de pensão eram dedutíveis da renda tributada, desde que o valor da pensão total estimada (previdência social mais pensão complementar) não ultrapassasse 80% do salário final estimado. A partir de 1994, contudo, apenas uma parcela (30%-40%) das contribuições dos empregados pode ser deduzida dos rendimentos tributáveis.

Adicionalmente, sobre as contribuições dos patrões e empregados incide uma taxa anual de 4,4%. Os benefícios em curso de recebimento são tributados como renda normal e sobre os saques, por ocasião da aposentadoria, de parte dos ativos acumulados incide uma taxa única que varia de 10% a 16%, dependendo se o benefício foi financiado com contribuição conjunta da empresa e empregado ou financiado exclusivamente pela empresa. Sobre as receitas de investimento dos fundos incide taxa anual de 0,17% e os dividendos estão sujeitos à tributação na fonte, dependendo da origem.

QUADRO 2
Comparação Internacional: Previdência Complementar – Tratamento Fiscal

	CONTRIBUIÇÃO DA EMPRESA PATROCINADORA	CONTRIBUIÇÃO DO EMPREGADO	RECEITA DAS APLICAÇÕES DOS FUNDOS	BENEFÍCIOS
ALEMANHA	Dedução integral	Não pode ser deduzida e a contribuição patronal é adicionada aos rendimentos tributáveis dos empregados	Isenção fiscal	Taxados como renda normal
BÉLGICA	Dedução integral, desde que a pensão total estimada não supere 80% do salário final estimado do trabalhador	Dedução parcial, variando entre 30 e 40%	taxação na fonte dos rendimentos de certos investimentos	Taxados como renda normal
BRASIL	Dedução integral	Não pode ser deduzida	Isenção fiscal	Taxados como renda normal
CANADÁ	Dedução	Dedução	Isenção fiscal	Taxados
CHILE	Não há contribuição das empresas no sistema chileno	Dedução	Isenção fiscal	Taxados
DINAMARCA	Dedução integral e sem limite	Dedução integral e sem limite	Sujeitos a uma taxa especial denominada "taxa de juro real" ⁽¹⁾	Taxados como renda normal
ESPAÑA	Dedução integral	Dedução parcial, limitada a 15% dos rendimentos anuais brutos	Isenção fiscal	Taxados como renda normal
EUA	Dedução	Dedução	Isenção fiscal	Taxados
FRANÇA	Dedução integral	Dedução permitida nos planos compulsórios de previdência complementar até o limite de 19% de oito vezes o teto da Seguridade Social	Tratamento fiscal favorável	Taxados
HOLANDA	Dedução integral e sem limite	Dedução integral e sem limite	Isenção fiscal	Tratamento fiscal favorável

(Continua)

(Continuação)

	CONTRIBUIÇÃO DA EMPRESA PATROCINADORA	CONTRIBUIÇÃO DO EMPREGADO	RECEITA DAS APLICAÇÕES DOS FUNDOS	BENEFÍCIOS
IRLÂNDIA	Dedução integral	Dedução parcial, limitada ao equivalente de 15% dos rendimentos previdenciários anuais	Isenções fiscais	Pensões são taxadas. Isenção fiscal para as retiradas <i>lump sum</i> , por ocasião da aposentadoria
JAPÃO	Dedução integral para os planos de pensão qualificados e para planos de pensão dos empregados	Dedução integral para os planos de pensão dos empregados e dedução parcial para os fundos qualificados	Os ativos dos fundos de pensão qualificados estão sujeitos a uma taxa especial de um 1% Os ativos dos fundos de pensão dos empregados estão isentos até um teto definido, acima do qual incide o imposto especial de 1%	Taxados como renda normal; as retiradas <i>lump sum</i> recebem tratamento fiscal favorável
REINO UNIDO	Dedução integral	Dedução integral	Isenção fiscal	Taxados como renda normal; tratamento fiscal favorável para as retiradas <i>lump sum</i> por ocasião da aposentadoria
SUÉCIA	Dedução	Dedução	Taxação	Taxados
SUÍÇA	Dedução	Dedução	Isenção fiscal	Taxados

Fonte: European Commission (1994:71-77), World Bank (1993).

Notas: (1) Uma fórmula complexa de taxação dos ganhos de capital garante que os rendimentos reais dos fundos nunca sejam superiores a 3,5%.

No Reino Unido, ao contrário, o tratamento fiscal foi e tem sido crucial para o crescimento dos fundos de pensão, pois as contribuições e todos os retornos sobre os investimentos são livres de impostos. As contribuições do empregador não são incorporadas ao rendimento dos empregados para fins de tributação. Adicionalmente, até uma vez e meia o salário anual (teto de L\$ 150 mil) pode ser sacado de uma só vez com isenção de impostos por ocasião da aposentadoria. Os outros benefícios são taxados como renda normal.

Também nos Estados Unidos os fundos de pensão possuem *status* especial, usufruindo de amplos privilégios fiscais. As contribuições das empresas e dos trabalhadores ao fundo de pensão, assim como também os rendimentos dos ativos acumulados, são isentos de impostos. Os benefícios são taxados apenas quando o trabalhador começa a receber a aposentadoria. Sob o sistema de taxação progressiva os planos de pensão, como planos de renda diferida, são extremamente vantajosos para os trabalhadores de renda média e alta. Para evitar que as empresas usem os fundos de pensão como poupança empresarial, a reforma fiscal de 1986 impôs uma taxa de penalidade sobre os ativos em excesso dos fundos que revertam aos patrocinadores quando o plano de pensão é extinto.

Na França as contribuições das empresas a um fundo de pensão ou a um plano de pensão administrado por seguradoras são integralmente dedutíveis. Já para as contribuições dos empregados é permitida a dedução apenas nos planos compulsórios de previdência complementar, ou voluntários do tipo contribuição definida, e até o limite de 19% de oito vezes o valor-teto da *Securité sociale*. As receitas de investimentos dos fundos de pensão constituídos como entidades sem fins lucrativos recebem tratamento fiscal favorável, mas os planos de pensão do tipo *book reserve* não gozam de privilégio fiscal.

Já na Alemanha o tratamento conferido aos fundos de pensão independentes destaca-se na comparação com outros países, pois as contribuições dos trabalhadores são tratadas como renda corrente e sujeitas a imposto (a tributação diferida está ausente). Além disso as contribuições das empresas, inteiramente dedutíveis, são adicionadas ao rendimento dos trabalhadores para efeito de tributação. Tais desvantagens fazem com que os trabalhadores reivindiquem obrigações diretas das empresas (obrigações com pensão registradas nos balanços das empresas patrocinadoras), as quais são isentas

de impostos. Parcialmente, como consequência desse efeito fiscal, os compromissos diretos ou *book reserve* são a forma dominante dos esquemas privados de pensão.¹¹

2.1.2 O Papel da Regulamentação

O exame da experiência internacional revela também que, em todos os países, os governos desempenham papel ativo na regulamentação dos esquemas de previdência complementar. Na maioria dos casos a liberdade de escolha da empresa patrocinadora quanto ao desenho institucional do plano de pensão é limitada pela legislação. Em geral, os requerimentos e exigências são estabelecidos como forma de qualificação à obtenção de tratamento fiscal favorável. Uma exigência específica encontrada em todos os países analisados refere-se à criação de uma entidade legal independente da empresa patrocinadora.

Do que foi aqui descrito pode-se depreender que a forma jurídica dos fundos de pensão varia bastante, indo desde associações e fundações sem fins lucrativos até entidades competitivas de capital aberto.

A regulamentação também contempla a proteção dos direitos dos participantes (um resumo comparativo é apresentado no quadro 3). A proteção é necessária para evitar discriminações (idade, sexo, posição funcional), impedir a malversação dos recursos e ativos dos fundos e prevenir a ocorrência de eventos que afetem os direitos dos participantes, tais como falência, liquidação ou aquisição da empresa patrocinadora.

O arcabouço institucional para a proteção dos direitos dos membros de fundos de pensão varia de forma considerável entre os países. Mas, em geral, as principais exigências dizem respeito à separação legal entre o patrimônio da entidade financeira que administra o plano de pensão e o patrimônio da empresa (ou empresas) patrocinadora, a definição de responsabilidades legais para as empresas patrocinadoras e/ou administradores dos fundos, existência de seguro contra falência, divulgação de informações aos participantes e indexação.

Entre os casos nacionais examinados, apenas no alemão e no chileno o reajuste dos benefícios em curso de pagamento é incluído no arcabouço legal de proteção dos direitos dos participantes.

No *Chile* as pensões são reajustadas de acordo com a variação do Índice de Preços ao Consumidor, enquanto na *Alemanha* exige-se que os benefícios em cursos de pagamento sejam reajustados, à discrição das empresas, pelo menos a cada três anos, se a situação financeira da empresa assim o permitir. Ajustes parciais à inflação são admitidos se a empresa patrocinadora enfrenta insuficiência de recursos, mas tão logo supere as dificuldades os valores devem ser corrigidos.

Na *Alemanha* é obrigatória, para os esquemas de pensão do tipo fundo de suporte e *book reserve*, a subscrição de apólice de seguro contra o risco de insolvência da empresa patrocinadora, efetuada junto à Associação de Garantia das Pensões, sociedade mutualista criada pelos empresários do setor industrial e pelas seguradoras. Já nos fundos de pensão os ativos próprios são a principal garantia con-

¹¹ Os privilégios fiscais concedidos à modalidade de *book reserve*, que não propicia acúmulo de ativos disponíveis para investimento nos mercados de capitais, podem parecer estranhos para os defensores dos planos de pensão em regime de capitalização. É preciso no entanto não esquecer que a técnica do *book reserve* possuiu uma dimensão econômica e financeira importante, na medida em que representa uma substancial fonte de autofinanciamento das empresas. Dada a institucionalidade monetária e financeira alemã, onde os bancos são os agentes centrais do financiamento de longo prazo da economia e o mercado de capitais é pouco desenvolvido, evitar a desintermediação bancária que poderia ocorrer em consequência do estímulo da poupança contratual pode ser uma sábia decisão, dado os seus impactos sobre o financiamento dos investimentos.

tra a falência do patrocinador. A regulamentação e a fiscalização da aplicação dos recursos visam proteger o patrimônio dos trabalhadores contra malversações e garantir a transparência da administração.

Nos *Estados Unidos* também existe um seguro obrigatório contra o risco de insolvência da empresa patrocinadora. No âmbito da reforma do sistema de pensões, em 1974, foi criada a Corporação de Garantia dos Benefícios de Pensão (*PBGC*), para segurar todos os benefícios até o máximo de US\$ 1.688 por mês, ou 100% dos salários do trabalhador nos cinco anos de maiores rendimentos. A *PBGC* pode sacar até US\$ 100 milhões do Tesouro, mas sua principal fonte de recursos é o prêmio anual de US\$ 2,60 por trabalhador, pago pelas empresas que patrocinam planos de pensão. Em caso de falência a *PBGC* pode ter direito a 30% dos valores líquidos da empresa, se o plano de pensão for deficitário.

QUADRO 3
Comparação Internacional dos Fundos de Previdência Complementar – Proteção aos Direitos dos Participantes dos Fundos de Pensão

PAÍS	LEGISLAÇÃO BÁSICA	SUPERVISÃO	DEVERES E OBRIGAÇÕES DA PATROCINADORA
Alemanha	<ul style="list-style-type: none"> Legislação trabalhista. Jurisprudência do Tribunal do Trabalho 	<ul style="list-style-type: none"> Os planos do tipo reserva contábil e fundo de suporte são supervisionados pelo Ministério das Finanças. Os fundos de pensão e os contratos individuais de previdência complementar efetuados junto as seguradoras são supervisionados pelo BAV, autoridade de supervisão dos seguros. 	<ul style="list-style-type: none"> A empresa patrocinadora é a principal responsável pelo plano de pensão. Transferência das obrigações em caso de fusão e aquisição, exclusivamente no caso dos planos do tipo reserva contábil.
Brasil	<ul style="list-style-type: none"> Lei 6.435/1977. Decreto 81.240/1978 	<ul style="list-style-type: none"> Os fundos de pensão fechados são supervisionados e fiscalizados pela Secretaria de Previdência Complementar do Ministério da Previdência e pelas empresas patrocinadoras. No caso dos fundos fechados patrocinados por empresas ou instituições federais, a fiscalização da adequação das normas (contábeis, de estatística, de investimento) e a aplicação das penalidades cabíveis são realizadas exclusivamente pelas empresas patrocinadoras. Os fundos abertos são fiscalizados pela SUSEP (Superintendência dos Seguros Privados), vinculada ao Ministério da Fazenda. Os órgãos de supervisão podem intervir na administração dos fundos, em caso de irregularidades. 	<ul style="list-style-type: none"> Os diretores e administradores dos fundos de pensão respondem legalmente por suas ações em caso de liquidação extrajudicial. No caso dos fundos fechados, as empresas patrocinadoras podem ser consideradas responsáveis solidárias se descumprirem as obrigações definidas no plano de benefícios.
Canadá	<ul style="list-style-type: none"> <i>Pension Benefits Act.</i> <i>Provincial pension legislation.</i> 	<ul style="list-style-type: none"> 	<ul style="list-style-type: none"> Nos fundos de pensão constituídos como <i>trust</i> o administrador independente (<i>trust</i>) é o responsável legal pela gestão dos recursos em benefício dos participantes.

(Continua)

(Continuação)

País	LEGISLAÇÃO BÁSICA	SUPERVISÃO	DEVERES E OBRIGAÇÕES DA PATROCINADORA
Chile	<ul style="list-style-type: none"> Decreto Lei 3.500 	<ul style="list-style-type: none"> Supervisão e o controle dos fundos a cargo da Superintendência das Administradoras de Fundos de Pensão, entidade autônoma vinculada ao Ministério do Trabalho e da Previdência. 	<ul style="list-style-type: none"> Não existe fundo de pensão patrocinado por empresas. O sistema previdenciário chileno baseia-se em contribuições individuais obrigatórias dos trabalhadores, que escolhem livremente a administradora de sua preferência.
Estados Unidos	<ul style="list-style-type: none"> ERISA (<i>Em-loyees Retirement Income Security Act</i>). Os fundos de pensão dos funcionários do setor público estadual e local são regulados pelas legislações dos estados, condados e municípios 	<ul style="list-style-type: none"> Supervisão dos fundos do setor privado a cargo do Departamento do Trabalho. Supervisão centrada na observância das regras atuariais e da performance dos ativos dos fundos. 	<ul style="list-style-type: none"> Fundos de pensão constituídos como <i>trust</i>, com administradores independentes, os <i>trustees</i>, que têm responsabilidade pessoal e fiduciária de investir de forma prudente os recursos dos planos de previdência complementar.
Holanda	<ul style="list-style-type: none"> <i>Pension and Saving Fund Act</i>. Acordos coletivos de trabalho 	<ul style="list-style-type: none"> Supervisão dos fundos de pensão e seguradoras a cargo da Câmara de Seguros. O órgão supervisor pode indicar um administrador para um fundo, em caso de má gestão ou não fornecimento das informações requeridas. 	<ul style="list-style-type: none"> Não há, para os administradores dos fundos de pensão, outras responsabilidades especiais que as relativas às garantias financeiras e ao fornecimento de informação.
Irlanda	<ul style="list-style-type: none"> <i>Trust Law</i>. <i>Pension Act (1990)</i> 	<ul style="list-style-type: none"> O <i>Pension Board</i> é o órgão responsável pela supervisão e fiscalização dos fundos de pensão. O <i>Board</i> tem o poder de afastar e apontar novos administradores para um fundo, em caso de irregularidade. 	<ul style="list-style-type: none"> Fundos de pensão constituídos como <i>trust</i>, com administradores independentes (<i>trustees</i>) que respondem legalmente pelos planos de previdência complementar.
Japão	<ul style="list-style-type: none"> <i>Employees' Pension Insurance Law</i>, para os fundos de pensão dos trabalhadores; <i>Corporation Tax Law</i>, para os planos de pensão qualificados 	<ul style="list-style-type: none"> Os fundos qualificados são supervisionados pelo Ministério das Finanças. Os fundos dos empregados são supervisionados pelo Ministério da Saúde e Bem-Estar Social. 	<ul style="list-style-type: none"> As empresas patrocinadoras não têm responsabilidade fiduciária pelos planos de pensão, pois estão proibidas por lei de participar da administração dos recursos dos fundos, o que deve ser efetuado pelos bancos de <i>trust</i> ou seguradoras.
Reino Unido	<ul style="list-style-type: none"> <i>Trust Law</i>. 	<ul style="list-style-type: none"> Não há um órgão de supervisão específico para os fundos de pensão⁽¹⁾; contudo os esquemas voluntários alternativos ao plano oficial de previdência complementar são monitorados pelo <i>Occupational Pension Board</i>. Para obter vantagens fiscais, os fundos necessitam da aprovação do <i>Inland Revenue</i>, que exerce um controle severo da observância pelos fundos de pensão dos requerimentos financeiros e fiscais. 	<ul style="list-style-type: none"> Fundos de pensão constituídos como <i>trust</i>, com administradores independentes, <i>trustees</i>, que têm responsabilidade pessoal e fiduciária de investir de forma prudente os recursos dos planos de previdência complementar; Os <i>trustees</i> podem delegar a tarefa de gestão dos fundos a profissionais externos ou membros do <i>staff</i> da empresa, mas são eles que respondem em última instância pela administração saudável dos esquemas de pensão.

QUADRO 3A
 Comparação Internacional – Previdência Complementar:
 Proteção aos Direitos dos Participantes

País	GARANTIAS FINANCEIRAS	DIVULGAÇÃO DAS INFORMAÇÕES	INDEXAÇÃO
Alemanha	<ul style="list-style-type: none"> • Seguro de insolvência obrigatório adquirido junto ao PSV, associação de garantia das pensões. 	<ul style="list-style-type: none"> • Legislação prevê o direito do empregado ter acesso às informações relativas aos benefícios previstos. 	<ul style="list-style-type: none"> • Benefícios em curso de pagamento devem ser ajustados à inflação pelo menos a cada três anos se a situação financeira da empresa é saudável. • Correção parcial é aceitável se os recursos da empresa não são suficientes.
Brasil	<ul style="list-style-type: none"> • O <i>funding</i> e a observância dos cálculos atuariais de compatibilização dos ativos e obrigações são a principal forma de proteção dos participantes contra o risco de insolvência.²⁷ 	<ul style="list-style-type: none"> • Os fundos fechados e abertos têm obrigação legal de fornecer aos participantes cópia dos estatutos e do plano de benefício. 	<ul style="list-style-type: none"> • A legislação estipula a correção anual dos benefícios.
Canadá	<ul style="list-style-type: none"> • 	<ul style="list-style-type: none"> • A legislação prevê o direito do empregado ter acesso às informações relativas aos benefícios previstos. 	<ul style="list-style-type: none"> • Não há exigência legal de indexação dos benefícios em curso de pagamento. • Em geral, nos planos do setor privado as pensões são reajustadas em média, em 50% da inflação. • Nos planos de pensão do setor público os benefícios são reajustados com base no índice de preço ao consumidor.
Chile	<ul style="list-style-type: none"> • Patrimônio do fundo de pensão legalmente separado do patrimônio da Administradora. • Transações com recursos dos fundos devem ser efetuadas em mercados financeiros formais, com informação pública dos preços. 	<ul style="list-style-type: none"> • As administradoras são obrigadas desde 1993 a divulgar a rentabilidade dos fundos e das contas individuais. 	<ul style="list-style-type: none"> • Benefícios em curso de pagamento são reajustados de acordo com a variação do índice de preços ao consumidor.
EUA	<ul style="list-style-type: none"> • Seguro obrigatório pelo <i>US Pension Benefit Guaranty Corporation</i>. 	<ul style="list-style-type: none"> • Acesso garantido dos participantes às informações relativas aos investimentos e performance dos fundos. • Os participantes recebem anualmente relatório detalhado. 	<ul style="list-style-type: none"> • Não há exigência legal de indexação dos benefícios em curso de pagamento.
Holanda	<ul style="list-style-type: none"> • Controle atuarial rigoroso, reavaliação da adequação atuarial a cada cinco anos; • Seguro contra risco de insolvência da empresa patrocinadora. 	<ul style="list-style-type: none"> • Acesso garantido dos participantes aos estatutos e balanços anuais dos fundos de pensão. 	<ul style="list-style-type: none"> • Não há exigência legal de indexação dos benefícios em curso, mas na prática são realizados reajustes levando em consideração o custo de vida.
Irlanda	<ul style="list-style-type: none"> • Observância rigorosa dos cálculos atuariais de compatibilização dos ativos e obrigações. • Um certificado de <i>funding</i> atuarial é submetido ao <i>Pension Board</i> a cada três anos e meio. 	<ul style="list-style-type: none"> • Os administradores dos fundos devem fornecer aos participantes informações detalhadas sobre o plano de pensão. 	<ul style="list-style-type: none"> • Não há obrigação legal de manutenção do poder de compra das pensões, mas a indexação está prevista na maioria dos fundos.
Japão	<ul style="list-style-type: none"> • 	<ul style="list-style-type: none"> • Os bancos de <i>trust</i> estão obrigados desde 1985 a fornecer informações às patrocinadoras, mas não aos participantes 	
Reino Unido	<ul style="list-style-type: none"> • Observância rigorosa dos cálculos atuariais de compatibilização dos ativos e obrigações. • Se os ativos não são suficientes para cobrir as obrigações, o administrador do fundo pode solicitar contribuição adicional da empresa patrocinadora ou elevar a contribuição dos empregados. • Uma reavaliação atuarial completa é realizada pelo menos a cada 3,5 anos. 	<ul style="list-style-type: none"> • Os <i>trustees</i> são obrigados a fornecer regularmente informação documentada aos participantes. 	<ul style="list-style-type: none"> • As regras prevêem acréscimos anuais fixos (3% ou 5%) para os benefícios em curso de pagamento; os <i>trustees</i> podem conceder acréscimos adicionais se as condições financeiras do fundo o permitirem. • Os fundos de pensão do setor público concedem reajustes automáticos dos benefícios, com base no índice de preço do varejo.

Fonte: European Commission (1994:77-87); World Bank (1993); Tereda (1987).

Notas: (1) Após o escândalo ocasionado pelas fraudes no fundo de pensão do Grupo Maxwell, o governo britânico estuda proposta de criação de órgão de supervisão e fiscalização dos fundos de pensão, o *Pension Regulator*, com poderes para intervir em suas administrações para proteger e garantir os direitos dos participantes. Também está em estudos a introdução de um seguro contra insolvência da empresa patrocinadora. *** (2) O governo brasileiro estuda a possibilidade de instituir um fundo de solvência para proteger o patrimônio dos participantes dos fundos de pensão em caso de liquidação (Cf. Bautzer, 1996).

Antes da promulgação do *ERISA* não havia qualquer garantia de que o trabalhador receberia os benefícios a que tinha direito ao se aposentar. Isso poderia acontecer em casos de falência ou fusão da empresa, ou simplesmente se o plano fosse abolido. Após a promulgação do Ato todos os planos passaram a obrigatoriamente ter um fundo, constituído em bases correntes. Os ativos dos fundos devem ser independentes das próprias empresas. Os fundos de pensão foram definidos como entidades legais separadas da empresa e os administradores do fundo têm responsabilidade fiduciária pela gestão prudente dos ativos dos fundos. Eles estão obrigados, do ponto de vista legal, a enviar anualmente aos participantes um relatório detalhado com informações relativas aos investimentos e performance dos fundos.

De acordo com o *ERISA*, qualquer pessoa que possua mais de 21 anos de idade e trabalhe na empresa há mais de um ano está automaticamente coberta pelo plano de pensão da empresa, se ela o tiver. Quando o trabalhador deixa o emprego ele recebe uma parte mais que proporcional de suas provisões para aposentadoria, após um período específico de participação.

A lei prevê *vesting* completo após cinco anos, mas permite também *vesting* gradual após três anos de entrada no plano, com *vesting* completo após sete anos de participação. Anteriormente, quando uma pessoa deixava a empresa antes da data de sua aposentadoria, as contribuições ao plano de pensão retornavam para a empresa.

A legislação relativa à proteção dos direitos dos participantes inclui muitas vezes restrições à política de investimento dos ativos dos fundos. Controles sobre a distribuição dos portfólios podem ser necessários, para assegurar que as instituições não incorram em riscos excessivos (por exemplo, concentrando as aplicações em apenas um tipo de ativo ou adquirindo ativos com alto risco).

A redução dos riscos deve ser buscada mediante adequada diversificação do portfólio. Assim exige-se, em geral, dos administradores dos fundos a gestão prudente dos recursos, com diversificação adequada dos investimentos de modo a reduzir o risco de perda que poderia ocorrer em prejuízo dos participantes. Como veremos à seguir, em vários países, a regulamentação fixa limites máximos ou mínimos para certos tipos de investimento dos fundos de pensão (quadro 4).

Em outros, como é o caso dos países anglo-saxões, da Suécia e da Holanda¹², os administradores dos fundos gozam de inteira liberdade para definir suas políticas de investimento, não existindo limites a serem observados.

Não há na literatura referência sobre a existência de regulamentação da aplicação dos ativos geridos pelos fundos de pensão com propósito explicitamente desenvolvimentista, exceto no caso dos fundos de pensão dos servidores públicos patrocinados pelos governos estaduais e locais nos Estados Unidos. Ou seja, não é exigido dos fundos de pensão o investimento compulsório em ativos financeiros associados ao financiamento de atividades ou setores econômicos prioritários. De igual modo, não há direcionamento dos investimentos dos fundos mediante concessão de vantagens tributárias específicas, até porque na maioria dos casos eles usufruem de isenção fiscal.

¹² Com exceção até recentemente do gigante ABP, fundo dos servidores públicos civis que não podia investir mais que 5% de seus ativos em *securities* estrangeiras. Os investimentos desse fundo estavam concentrados em bônus de empresas domésticas, adquiridos em operações de *private placement*. Sobre a liberalização das restrições aos investimentos do APB, ver Burchill (1996).

QUADRO 4
 Comparação Internacional dos Fundos de Previdência
 Complementar: Limites Máximos Fixados para os Investimentos

	INVESTIMENTOS EM AÇÕES	INVESTIMENTOS EM IMÓVEIS	INVESTIMENTOS EM TÍTULOS PÚBLICOS	EMPRÉSTIMOS E FINANCIAMENTO A PATROCINADORAS	INVESTIMENTOS EM ATIVOS ESTRANGEIROS
Alemanha	20%	50% em residências, 10% em não-residenciais	Não definidos	5%	
Bélgica	85%	Não definidos	15% (1)	Não definidos	85%
Brasil	50%	20%	100% (2)	30%	0,0 (3)
Canadá	Não definidos (4)	7%	Não definidos	10%	20% (5)
Chile	30% (6)	Não definidos	45%	(7)	3%
Dinamarca	40%	Não definidos	60% (8)	Não definidos	Não definidos
Espanha	Não definidos	Não definidos	Não definidos	Não definidos	Não definidos
EUA	Não definidos	Não definidos	Não definidos	10%	Não definidos
França	20%	20%	50% (9)	Não definidos	Não definidos
Holanda	Não definidos	Não definidos	Não definidos	5%	Não definidos 10
Irlanda	Não definidos	Não definidos	Não definidos	5%	Não há limite definido
Japão	30%	20%	50%	Não definidos	30%
Reino Unido	Não definidos	Não definidos	Não definidos	5%	Não há limite definido
Suécia (11)	Não definidos	Não definidos	Não definidos	Não definidos	Não há limite definido
Suíça	30%	50%	Não definidos	Não definidos	10%

Fonte: European Commission (1994), Chap 6; World Bank (1993); Folkerts-Landau & ITO (1994) e para o Chile: Pons (1995).
 Notas: (1) Limite mínimo. *** (2) Há um limite máximo de 80% para os títulos dos tesouros estaduais e municipais. *** (3) É vedado aos fundos de pensão aplicar recursos no exterior, exceto em certificados de depósito de ações emitidas por companhias de países do MERCOSUL. A aplicação em quotas de fundos de investimento no exterior é limitada a 10%. *** (4) Os fundos não podem ter o controle acionário de empresas e, por tanto, eles não podem deter mais de 30% das ações ordinárias de uma empresa. *** (5) A partir de 1994 o limite anterior de 10% foi sendo elevado progressivamente entre 1991 e 1994. *** (6) Limite para o investimento em ação de uma só empresa é de 1% para as empresas com propriedade concentrada (mais de 50% do capital nas mãos do acionista controlador) e de 7% para empresas de propriedade desconcentrada (nas quais o acionista controlador detém menos de 20% das ações). *** (7) No Chile não existe fundo patrocinado por empresa. Os fundos são formados por contribuição individual dos trabalhadores, que escolhem livremente uma administradora privada de planos de pensão. Há limites legais para os investimentos que estas administradoras podem efetuar com o recurso dos fundos em instituições financeiras a elas vinculadas. *** (8) Limite mínimo. *** (9) Limite mínimo. *** (10) O teto de 5% para o ABP, fundo de pensão dos servidores públicos civis foi abolido em abril de 1996. *** (11) A maioria dos recursos devem ser aplicados em bônus e em debêntures.

2.2 As Estratégias de Investimento

As políticas de investimento dos fundos de pensão variam significativamente entre os países, refletindo distintos contextos institucionais e respectivos regulamentos, o grau de desenvolvimento e diversificação dos mercados de capitais domésticos, fatores macroeconômicos como taxa de inflação, nível do déficit público, tendência das taxas de juros e também o nível de rentabilidade das empresas que buscam por financiamento nos mercados financeiros. Embora seja a interação de todos esses elementos o que determina a estratégia de investimentos dos fundos, os requisitos e as regras para os investimentos dos ativos, fixados pelos órgãos de supervisão, aparecem como o principal condicionante da distribuição dos portfólios de ativos dos fundos de pensão.

No caso *norte-americano*, por exemplo, a *prudent man rule* é a lei básica no que se refere ao investimento institucional.¹³ O *ERISA* não especifica nenhum tipo de investimento permitido ou proibido aos fundos de pensão privados, mas apenas impõe aos administradores dos fundos responsabi-

¹³ A regra de prudência definida pelo *ERISA* requer que o fiduciário de um fundo de pensão administre os recursos com as mesmas cautela, prudência, diligência e sabedoria que uma pessoa prudente teria em situação similar. A origem do conceito de homem prudente antecede, porém, a promulgação do *ERISA*, tendo sido instituída legalmente em 1830, quando o Harvard College perdeu o processo contra um administrador de patrimônio, Francis Amory, que sofreu um prejuízo da ordem de 40% dos ativos a ele confiados ao investir em ações de empresas manufatureiras e seguradoras (Cf, Barber & Ghillarducci, 1993: 314, nota 6).

lidade fiduciária pelos investimentos dos ativos dos planos. Os fiduciários devem gerir de forma prudente os recursos sob sua responsabilidade, diversificando os investimentos com o sentido de reduzir os riscos de perda e evitar conflitos de interesse. A única proibição explícita imposta pelo *ERISA* é que no máximo 10% dos ativos de um plano possam ser investidos em *securities* emitidas pela empresa patrocinadora.

Já os investimentos dos fundos de pensão dos servidores públicos patrocinados pelos governos estaduais e locais são estritamente regulamentados. Alguns tipos de investimentos são proibidos e, em alguns estados, os fiduciários devem obrigatoriamente realizar investimentos no setor habitacional e em projetos de desenvolvimento econômico. Contudo, atualmente muitos dos fundos públicos definem suas políticas de investimento tendo como parâmetro a regra federal de prudência aplicada aos fundos privados.

Também no *Reino Unido* não há exigência além da prudência esperada de administradores de planos de pensão. Os fundos britânicos caracterizam-se por suas políticas agressivas de investimentos: 25% de exposição em ativos estrangeiros e alta concentração em ações (entre 80 a 85% do portfólio total) – investimentos de alto risco e elevada rentabilidade.

Na Europa continental a liberdade de investimento dos fundos é um pouco mais limitada. Além de restrição aos investimentos em ativos estrangeiros, existe limite máximo para investimento em ações, propriedades etc., embora no contexto de crescente liberalização dos mercados bancários e de capital haja tendência para que as restrições às políticas de investimento dos fundos sejam eliminadas ou flexibilizadas. Na *Alemanha* os fundos não podem investir mais de 4% em ativos estrangeiros, 20% em ações, 5% em imóveis. Já na *Dinamarca*, a legislação requer que os fundos sejam geridos de modo conservador, no máximo 40% dos recursos podem ser aplicados em ações e no mínimo 60% devem ser investidos em títulos do governo ou com garantia governamental, em títulos emitidos pelos bancos hipotecários, depósitos bancários e empréstimos. Na *Bélgica* existe o limite mínimo de 15% para as aplicações em títulos públicos e limites máximos de 85% para os investimentos em ações e em ativos estrangeiros.

Em contraste, países como Chile e Japão têm política de investimento dos fundos fortemente condicionada pelos requerimentos legais de diversificação dos ativos, que definem os limites para cada tipo de aplicação.

No *Japão* os investimentos dos recursos dos fundos de pensão, das seguradoras e dos *trust banks* precisam observar normas fixadas pelo Ministério das Finanças, as quais estabelecem limites para a aplicação em cada tipo de instrumentos financeiros. Os limites de investimento a serem observados pelas seguradoras não são idênticos àqueles definidos para os *trust banks*. No primeiro caso não há limite para aplicar em títulos governamentais e debêntures bancárias, enquanto para os bancos exige-se aplicação agregada mínima de 50% nesses instrumentos, incluindo aí os empréstimos. No caso das seguradoras, no que se refere aos empréstimos os limites de investimentos são fixados de acordo com o risco. Para ambos administradores de fundos de pensão o investimento em ações e bônus empresariais está limitado, respectivamente, a 30% e 50%.

No *Chile* os investimentos dos fundos de pensão são estritamente regulamentados. O Banco Central estipula limites máximos por tipo de instrumento financeiro e por emissor, além de exigir a observância do grau de risco para cada categoria de ativos. A classificação de risco dos instrumentos financeiros é efetuada pela Comissão Classificadora de Risco, órgão autônomo integrado por quatro representantes das AFP, pelo Superintendente de Bancos e Instituições Financeiras, pelo Superintendente de Valores e Seguros e pelo Superintendente das AFP.

As resoluções fixadas por essa Comissão são obrigatórias para efeito da diversificação dos investimentos dos fundos de pensão. Contudo, dado o expressivo crescimento dos ativos acumulados pelos fundos de pensão, os limites de investimento vêm sendo paulatinamente revistos para evitar excessiva concentração em alguns poucos instrumentos. Nos anos iniciais de funcionamento do sistema chileno de previdência privada as aplicações em ações estavam virtualmente proibidas, dadas as restrições existentes em relação ao grau de concentração de propriedade. Posteriormente as limitações foram flexibilizadas, e em dezembro de 1995 estavam aplicados em ações cerca de 30% dos ativos totais dos fundos de pensão chilenos, os quais são equivalentes a US\$ 25 bilhões (Cf. Vasquez, 1996).

De igual modo, desde 1992 os fundos de pensão chilenos estão autorizados à investir em projetos de empresas constituídas há menos de três anos (*proyectos sin historia*), o que tornou possível a canalização de recursos dos fundos de pensão para os megaprojetos dos setores de infra-estrutura (Cf. Pons, 1995:42).

A liberdade na definição da política de investimento varia consideravelmente, e não só em função da regulamentação existente. Em alguns casos os próprios *trustees* impõem restrições aos administradores externos, na distribuição dos portfólios e nas técnicas de gestão.¹⁴ Nos *EUA* e no *Reino Unido*, onde a regra do *prudent man* é referência básica, alguns administradores externos dos fundos exigem poder total de decisão na definição do portfólio.

No entanto, mesmo havendo delegação as patrocinadoras, sobretudo nos planos de benefício definido, supervisionam estritamente as estratégias de investimento, de modo a assegurar que não haja contribuições adicionais. Em alguns casos, como o da norte-americana Du Pont, o encarregado da gestão dos US 13, 5 bilhões de seu fundo envia relatórios bimestrais ao presidente da corporação e trimestrais ao comitê de benefícios (Cf. Besman, 1995).

Em países cujos mercados de capitais são altamente desenvolvidos, como é o caso dos *EUA* e *Reino Unido*, os administradores de fundos de pensão preferem ações como forma de fazer *hedge* de membros ativos do mercado de trabalho (ações acompanham melhor a progressão salarial do indivíduo), enquanto os títulos de renda fixa são mais indicados para lastrear despesas com pagamentos dos benefícios aos já aposentados (Cf. Brady, 1993:30), embora os fundos de pensão do setor público, em parte por cautela, tendam a deter parcela maior de bônus que os fundos privados. Contudo, nos Estados Unidos esses últimos podem no curto prazo aplicar 50% (ou mais) em títulos, se há expectativa de queda das taxas de juros.

TABELA 3
Europa, Países Selecionados: Tipo de Administração dos
Ativos dos Fundos de Previdência Complementar (1991)

PAÍSES	ADMINISTRAÇÃO INTERNA	ADMINISTRAÇÃO EXTERNA
Alemanha	74,0	26,0
Bélgica	37,9	62,1
Dinamarca	66,0	34,0
Holanda	89,2	10,8
Irlanda	15,9	84,1
Reino Unido	32,4	67,7
Suécia	100,0	0,0
Suíça	67,5	32,5
Média Européia	60,4	39,6

Fonte: Euromoney (1992). European Pension Survey. Chap.2 & 3.,:33; 66.

Nota: (1) Dados relativos a 152 entre os 500 maiores fundos de pensão da Europa, representando um *mix* de fundos públicos e de fundos privados. No Reino Unido, foram considerados os fundos com patrimônios superiores a US\$ 400 milhões e nos países da Europa Continental os fundos com patrimônio maiores de US\$ 40 milhões.

¹⁴ Na tabela 3 são apresentados alguns dados comparativos sobre o tipo de administração dos ativos dos fundos em alguns países europeus.

No Reino Unido os fundos de pensão são os investidores dominantes no mercado acionário doméstico, controlando 34% do estoque total de ações (ver tabela 4). Pelos dados da tabela 5, relativos à composição dos investimentos de uma amostra de fundos de pensão europeus, pode ser observado que em 1992 os principais fundos britânicos concentravam 56% dos seus investimentos em ações domésticas. Já nos países da Europa continental predominam os investimentos em bônus, sendo que na Holanda os títulos emitidos pelas empresas para colocação privada (*private placement*) são os principais investimentos dos fundos de pensão, representando 32,4% dos ativos totais. O mesmo ocorre na Alemanha e na Suíça, onde os fundos de pensão financiam as empresas mediante concessão de empréstimos e aquisição de títulos de emissão direta. Tudo isso indica que os fundos desempenham papel importante no financiamento do investimento produtivo.

TABELA 4
Comparação Internacional, Países Selecionados: Distribuição do
Estoque de Ações Entre Diferentes Categorias de Investidores
(Posição no Final de 1993)

DISCRIMINAÇÃO	EUA	JAPÃO	ALEMANHA	FRANÇA	REINO UNIDO	ITÁLIA	SUÉCIA
SETOR FINANCEIRO	46	45	29	8	62	19	24
Bancos		(1) ₂₂	14	3	1	10	1
Seguradoras	5	(1) ₁₇	7	(2) ₁	17	2	8
Fundos de investimento							8
Fundos de pensão	26	1			34		
Fundos mútuos	11	3	8	2	7	6	6
OUTRAS - FINANCEIRAS	4	1		2	3	1	
NÃO FINANCEIRAS		24	39	59	2	32	34
AUTORIDADES		1	4	4	1	28	7
INDIVÍDUOS	49	24	17	19	18	17	16
ESTRANGEIROS	5	7	12	11	16	5	9
OUTROS					2		10
TOTAL ⁽³⁾	100	100	100	100	100	100	100

Fonte: OECD Financial Market Trends nº 62, p.17, November 1995.

Notas: (1) A divisão entre bancos e seguradoras foi estimada. *** (2) Inclui fundos de pensão. *** (3) Devido a arredondamentos a soma pode diferir de 100%.

TABELA 5
Países Selecionados: Composição dos Investimentos
dos Fundos de Pensão⁽¹⁾ Por Tipo de Ativo em (1992)

CLASSE DE ATIVOS	ALEMANHA	BÉLGICA	DINAMARCA	HOLANDA	IRLANDA	REINO UNIDO	SUÉCIA	SUÍÇA
DOMÉSTICOS	85,7	60,9	90,6	87,4	64,3	74,0	99,0	78,4
Ações	18,9	16,1	19,3	13,6	32,7	56,0	0,0	13,7
Bonds	46,9	29,5	64,6	26,7	14,2	7,1	80,2	25,6
Private placement	8,8	-	0,5	32,4	4,2	0,4	9,0	7,1
Depósito bancário	5,7	10,6	1,7	1,1	3,9	3,8	6,9	5,6
Real estate	5,4	4,7	4,5	13,6	9,4	6,7	2,9	26,4
INTERNACIONAIS	14,3	39,1	9,4	12,6	35,7	26,0	1,0	21,6
Ações	6,7	15,3	8,5	8,2	25,1	21,7	-	5,7
Bonds	6,7	21,2	0,2	2,6	7,9	3,6	-	12,2
Private placement	0,0	0,0	0,0	0,0	2,7	0,1	-	3,5
Depósito bancário	0,4	2,1	0,0	0,4	0,0	0,3	-	0,1
Real estate	0,4	0,5	0,7	1,4	0,0	0,3	-	0,1
ATIVOS TOTAIS	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Euromoney (1992). European Pension Survey. Chap.2 & 3.,33; 66.

Nota: (1) Dados relativos a 152 entre os 500 maiores fundos de pensão da Europa, representando um mix de fundos públicos e de fundos privados. No Reino Unido, foram considerados os fundos com patrimônios superiores a US\$ 400 milhões e nos países da Europa Continental os fundos com patrimônios maiores que US\$ 40 milhões.

Também no *Chile* as grandes empresas têm acesso a financiamento de longo prazo, mediante bônus colocados juntos aos fundos. No final de 1995 esses bônus representaram um pouco mais de 5% dos ativos totais – esse percentual, embora pequeno, equivale a 60% do mercado (Cf. Vasquez, 1996:28). Também via aquisição de ações os fundos financiam importantes projetos de investimento produtivo, e as concessões de obras públicas são outra alternativa de investimento. No fim de 1994 os fundos chilenos detinham participações da ordem de US\$ 6,7 bilhões em investimentos nos setores de telecomunicação e energia. Também são financiados pelos fundos chilenos, mediante aquisição de bônus ou ações, os setores químico, papel e celulose, construção e transporte.

A experiência internacional revela que os fundos procuram diversificar as aplicações, investindo em ativos estrangeiros. Como se vê na tabela 6, a participação dos ativos internacionais nos fundos de pensão, em cinco dos principais países industrializados, cresceu de forma significativa ao longo da década de 80 e início dos anos 90.

TABELA 6
Investidores Institucionais: Investimentos em Ativos Estrangeiros
(% dos ativos totais)

DISCRIMINAÇÃO	1980	1988	1990	1991	1992	1993
FUNDOS DE PENSÃO						
Alemanha	....	3,8	4,5	4,5	4,3	4,5
Canadá	4,1	5,3	5,8	8,5	10,2	10,3
Estados Unidos	0,7	2,7	4,2	4,1	4,6	5,7
Japão	0,5	6,3	7,2	8,4	8,4	9,0
Reino Unido	10,1	16,5	18,0	20,8	22,0	19,7
SEGURADORAS - VIDA						
Alemanha	0,6	0,6	1,0	1,0	...	...
Canadá	3,3	1,9	1,6	1,9	2,3	1,8
Estados Unidos	4,1	3,6	3,6	3,6	3,7	...
Japão	2,7	14,2	13,5	12,5	11,4	9,0
Reino Unido	5,5	9,5	10,8	12,4	12,7	11,6
FUNDOS MÚTUOS						
Alemanha	...	...	56,3	53,5	47,6	45,2
Canadá	19,9	19,5	17,5	16,2	16,7	17,1
Estados Unidos	...	...	...	6,6	...	10,1
Japão (1)	...	9,1	7,9	13,0	9,9	...
Reino Unido	...	..	37,1	39,2	37,9	36,0

Extraído de Folkerts-Landau & Ito (1995:168)

Notas: (1) Trusts de investimentos.

Em relação aos fundos dos *EUA* os dados sugerem uma forte preferência por ativos domésticos e ativos denominados em dólar. Mas, algumas evidências apontam a tendência de diversificação internacional dos portfólios (Cf. Besman 1996:45). Os fundos de pensão norte-americanos detinham no exterior, ao final de 1995, ativos financeiros da ordem de US\$ 366 bilhões, contra US\$151 bilhões ao final de 1992. Em sua grande maioria os investimentos concentram-se em ações e títulos, em vez de propriedades.

Os patrocinadores dos planos acreditam que a diversificação internacional será vantajosa no longo prazo. Um estudo da InterSec Research Corp., divulgado nos Estados Unidos, prevê que no ano 2000 os fundos de pensão deterão cerca de US\$ 725 bilhões em *securities* estrangeiras, algo em torno de 12% dos seus ativos totais (Cf. America's, 1995:83). Uma vez que a diversificação internacional torna-se importante para os patrocinadores dos fundos de pensão, eles querem que os seus administradores tenham também uma presença internacional.

Dados divulgados sobre alguns dos grandes fundos comprovam essa tendência. O TIAA-CREF, gigantesco fundo de pensão de Nova Iorque, tem US\$ 131 bilhões em ativos, dos quais 13,4% estão investidos em *securities* não-americanas. Metade dos US\$ 40 bilhões do fundo de pensão patrocinado pela AT & T são investidos em ações de empresas norte-americanas, 12% em ações de empresas estrangeiras, 7% em investimentos alternativos, 10% em imóveis e propriedades e 21% em títulos de renda fixa. O fundo de pensão da Philip Morris investe 65% do seu patrimônio em ações (14% internacional), cerca de 3% em investimentos alternativos e aproximadamente 32% em papéis de renda fixa. Já o fundo de pensão da Crysler Corporation, com um patrimônio da ordem de US\$ 12 bilhões, ampliou os seus investimentos em ações estrangeiras, em um período de quatro anos, de 2,5% para 13%.

O exame da composição dos *portfólios* dos fundos de pensão nos países da *Europa continental* revela que, no concernente aos investimentos em ativos estrangeiros, a primeira escolha é o resto da Europa, em seguida os EUA e Japão (ver tabela 7). Os países da *América Latina* não atraem de forma significativa os investimentos dos fundos de pensão europeus (tais aplicações correspondem a 0,1% do total da Europa exceto Reino Unido, e a 0,3% da média europeia). Nos seus investimentos em ativos estrangeiros ¼ dos fundos utilizam os serviços de um administrador especializado.

TABELA 7
Europa, Países Selecionados: Distribuição Geográfica dos
Investimentos dos Fundos de Pensão ⁽¹⁾ por tipo de ativo (1992)

ATIVOS	(% dos ativos totais)							
	ALEMANHA	BÉLGICA	DINAMARCA	HOLANDA	IRLANDA	REINO UNIDO	SUÉCIA	SUIÇA
Domésticos	85,7	60,9	90,6	87,4	64,3	74,0	99,0	78,4
Internacionais	14,3	39,1	9,4	12,6	35,7	26,0	1,0	21,6
Resto da Europa	9,7	24,9	7,1	6,2	21,4	9,6	0,0	17,3
Estados Unidos	2,3	8,7	1,3	4,0	8,0	7,3	0,0	2,0
Japão	2,3	2,4	0,5	1,7	5,3	3,6	0,0	2,1
América Latina	0,0	0,3	0,0	0,1	0,0	0,2	0,0	0,0
Outros	0,0	2,8	0,5	0,7	1,0	3,3	0,0	0,3

Fonte: Euromoney (1992). European Pension Survey. Chap.2 & 3...29; 65.

Notas: (1) Dados relativos a 152 dos 500 maiores fundos de pensão da Europa, representando um *mix* de fundos públicos e de fundos privados. No Reino Unido foram considerados os fundos com patrimônios superiores a US\$ 400 milhões e nos países da Europa Continental os fundos de patrimônio maior que US\$ 40 milhões.

Não foi possível obter junto ao Banco Central, ou à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), dados sobre o volume e composição dos investimentos realizados no Brasil por fundos de pensão estrangeiros. As estatísticas divulgadas por esses órgãos fornecem informações gerais sobre os investimentos estrangeiros (ver Anexo 4), sem que seja possível identificar o tipo do investidor (ver tabelas 8 e 9). Além disso, a definição de investidor institucional adotada pela CVM é ampla, incluindo nessa categoria, além dos fundos de pensão e as seguradoras, os bancos e outros intermediários financeiros (ver tabela 10).

Os dados apresentados na tabela 8, relativos a movimentação das carteiras de investimento estrangeiro via Anexo 4, indicam que parcela expressiva dos recursos representam capitais de curto prazo, em busca de rápido retorno propiciado pelos diferenciais de taxa de juros ou dos índices de valorização das bolsas. Na tabela 9 os dados de composição das carteiras revelam o predomínio absoluto dos investimentos em ações, que representam quase 90% dos ativos totais em poder dos não residentes.

TABELA 8
Brasil: Investidores Institucionais Estrangeiros (anexo 4) -
Movimentação das Carteiras (1991-95)

(US\$ milhões)

PERÍODO	ENTRADAS	SAÍDAS	SALDO	
			ANUAL	ACUMULADO
1991	482,40	96,10	386,3	386,3
1992	2.966,82	1.652,44	1.313,38	1.700,68
1993	14.614,09	9.136,46	5.477,63	7.178,31
1994	20.532,41	16.778,24	3.754,17	10.932,48
1995	22.026,62	21.498,43	528,27	11.460,75
TOTAL GERAL	60.622,34	49.161,58	--	--

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários - Estatísticas Anexo 4, março 1996

TABELA 9
Brasil: Investidores Institucionais Estrangeiros (Anexo 4) - Composição d
as Carteiras (1993-95 - Final de Período)

PERÍODO	ATIVOS (%)					ATIVOS TOTAIS (US\$ MILHÕES)
	AÇÕES	DERIVATIVOS	DEBÊNTURES	OUTROS	MOEDA DE PRIVATIZAÇÃO	
Dez 93	80,10	--	18,5	0,30	1,10	10.379,57
Dez 94	77,54	3,85	12,41	0,79	5,41	20.971,34
Dez 95	89,46	1,09	5,54	0,23	3,67	18.650,33

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários - Estatísticas Anexo 4, março 1996

TABELA 10
Brasil: Investidores Institucionais Estrangeiros (anexo 4) - Tipo
de Investidor (Março de 1996)

INVESTIDOR	Nº DE CARTEIRAS	% TOTAL
Bancos e similares	222	45
Companhias seguradoras	1	0
Intermediários	106	21
Fundos de pensão	6	1
Instituições sem fins lucrativos	1	0
Outros	159	32
TOTAL	159	-

Fonte: CVM - Estatísticas Anexo 4, março 1996.

O estoque de ativos em poder de investidores estrangeiros (US\$ 18,6 bilhões no final de 1995) é diminuto quando comparado com o volume de recursos mobilizados pelos fundos de pensão, seguradoras e fundos mútuos de investimento dos cinco principais países industrializados (US\$ 14 trilhões de ativos, de acordo com as estimativas do FMI para o ano de 1993). Existe, portanto, um grande espaço para a ampliação da presença dos investidores institucionais estrangeiros, em particular dos fundos de pensão, no Brasil. Dada a magnitude dos ativos desses investidores, a alocação de uma parcela relativamente inexpressiva para investimentos em ativos brasileiros pode representar um reforço de capital nada desprezível para o financiamento da economia brasileira.

Os fundos de pensão também realizam investimentos não tradicionais, ou seja, investimentos em ativos considerados de alto risco, como por exemplo as operações de *leveraged by-out* e os fundos de *venture capital* (empresas emergentes), que propiciam ganhos expressivos. Nos EUA, a regra de prudência do ERISA (*prudent man rules*) foi revista em 1979 para permitir o investimento nos fundos de

venture capital. Por intermédio do *Safe harbour regulation*, de iniciativa do ERISA, determinou-se expressamente que os administradores dos fundos de empresas emergentes não podem ser considerados fiduciários dos ativos dos planos de pensão investidos nos *pools* de recursos que eles administram.

Foi assim removido o enorme risco no qual incorreriam empresários (*venture capitalists*) que aceitassem os fundos de pensão como investidores. Esses, em consequência dessa mudança na regulamentação, tornaram-se a maior fonte de recursos para o financiamento de empresas emergentes nos EUA, onde 75% do capital de risco são obtidos por meio de participação limitada, com os fundos de pensão fornecendo o grosso dos recursos para o financiamento.

O mesmo ocorre no *Reino Unido, Irlanda e Dinamarca*. Em 1994, de acordo com a OCDE (1996), os fundos de pensão respondiam respectivamente, nesses quatro países, por 47%, 30%, 36% e 32% dos financiamentos concedidos aos projetos de empresas emergentes. Em outros países da Europa, os bancos comerciais são a fonte principal de recursos nos *pools* para capital de risco, com os fundos de pensão não fornecendo mais que 20% dos recursos levantados pelos projetos.

2.3 A Participação dos Fundos de Pensão nos Processos de Privatização

Em vários países da Europa Continental, a execução de amplos programas de privatização tem induzido os governos a estimularem o fortalecimento da comunidade doméstica de investidores institucionais, dada a necessidade de colocar no mercado de capitais um grande volume de ações. A emissão em larga escala de novas ações precisa ser acompanhada pelo aumento da demanda líquida por esses papéis, haverá fortes pressões de queda sobre seus preços. A ampliação da base de investidores é tão mais desejável quanto se consideram os expressivos déficits públicos que estão sendo financiados nos mercados de capitais sob a forma de bônus, os quais concorrem com as ações nos portfólios de aplicações financeiras dos investidores privados.

Naqueles países onde ainda não existe uma expressiva de investidores institucionais, como França e Itália, medidas de incentivo a seu crescimento estão em estudo. De igual modo, na América Latina as reformas previdenciárias têm sido propostas conjuntamente com programas de privatização de empresas estatais, equacionando o problema relacionado à absorção de grandes volumes de ações e alargando a base de opções de investimento para os fundos de previdência complementar. O modelo chileno tem inspirado as reformas em vários países da região, como Argentina, Colômbia e Peru.

Esforços adicionais para desenvolver o mercado institucional têm assumido a forma de liberalização das regras que limitam os investimentos dessas instituições (especialmente companhias de seguro e fundos de pensão), os quais constituem um mercado semi-cativo para os títulos domésticos de renda fixa, sobretudo títulos de dívida pública. A flexibilização das regras que limitam os investimentos dos fundos de pensão tem sido uma forma de favorecer o envolvimento dos fundos na privatização.

A modernização dos mercados de capitais domésticos, com a adoção de exigências de maior transparência das informações e um arcabouço legal (preventivo e punitivo) contra as transações com informações privilegiadas, tem sido buscada em vários países, como forma de atrair investidores estrangeiros. A privatização das grandes empresas públicas, de sólida saúde financeira, em conjunto com a consolidação de uma ampla base de investidores domésticos, pode contribuir para ampliar a liquidez do mercado, atraindo investidores institucionais estrangeiros.

A experiência do *Chile* fornece um bom exemplo de como os fundos de pensão podem contribuir para o sucesso da privatização. Nesse país os fundos desempenharam papel-chave na privatização das empresas públicas dos setores de infra-estrutura econômica, como telecomunicações, energia e

transportes. De igual modo, os fundos chilenos participaram ativamente do financiamento dos projetos de modernização das empresas recém privatizadas. Por exemplo, a Companhia Chilena de Telecomunicações, privatizada em 1987, financiou os US\$ 1,7 bilhão investidos em sua modernização e expansão mediante empréstimos com prazo superior a 25 anos tomados aos fundos de pensão (Kandell, 1995:150).

3. OS FUNDOS DE PENSÃO NO BRASIL

O sistema de previdência complementar privada foi instituído no Brasil pela Lei nº 6.435/77 e decretos nºs 81.240/78 e 81.402/78. Segundo a Lei, as entidades de previdência privada são aquelas "que têm como objeto instituir planos privados de concessão de pecúlios ou de rendas, de benefícios complementares ou assemelhados aos da Previdência Social, mediante contribuição de seus participantes, dos respectivos empregadores ou de ambos."

De acordo com a mesma lei as entidades de previdência privada podem classificar-se em duas categorias distintas: entidades fechadas e entidades abertas. As primeiras destinam-se exclusivamente aos empregados de uma só empresa ou de um grupo de empresas, e não podem ter fins lucrativos. Já às entidades abertas o acesso não é exclusivo para determinado grupo de empregados, de uma ou várias patrocinadoras. E elas podem ter ou não fins lucrativos.

As entidades fechadas de previdência privada são consideradas complementares ao sistema oficial de previdência social e como tal estão subordinadas ao Ministério de Previdência e Assistência Social (MPAS). Elas têm por finalidade básica a operação de planos de benefícios e dependem da autorização prévia do MPAS para funcionar.

O Decreto nº 81.240/78, que regulamenta as entidades fechadas de previdência privada (EFPP), estipula todas as condições e exigências para sua criação, entre as quais a prova da realização de depósito prévio (a título de dotação inicial a favor da entidade e em valor equivalente a 7% da folha salarial do ano anterior) e o requisito de reunir no mínimo 50% dos trabalhadores de renda média da empresa patrocinadora.

As entidades abertas com fins lucrativos devem ser organizadas sob forma jurídica de sociedade anônima, enquanto as sem fins lucrativos podem constituir-se em sociedade civil ou fundação. As entidades abertas têm por única finalidade a constituição de planos de concessão de pecúlio ou renda. Também foi autorizado às seguradoras operar planos de previdência complementar, de acordo com as diretrizes fixadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN).

A Lei nº 6.435/77 instituiu também os órgãos normativos e controladores do sistema: A responsabilidade pela regulamentação normativa das entidades fechadas foi atribuída ao Conselho de Previdência Complementar, hoje substituído pelo Conselho de Gestão da Previdência Complementar, enquanto a regulamentação normativa das entidades abertas incluiu-se nas atribuições do Conselho Nacional de Seguros Privados. Os órgãos de controle do sistema são a Secretaria de Previdência Complementar (SPC), do Ministério da Previdência, no caso das entidades fechadas e a Superintendência de Seguros Privados (SUSEP), autarquia autônoma vinculada ao Ministério da Fazenda, no caso das entidades abertas. A SPC, além de ter a responsabilidade de controlar as entidades fechadas, atua como órgão executivo, concedendo autorização de funcionamento e implementando as normas adotadas.

A expansão do sistema de previdência complementar privada ocorreu por meio das entidades fechadas, as quais constituem o objeto desse trabalho. Como pode ser observado na tabela 11, havia em dezembro de 1995 no Brasil 340 entidades fechadas de previdência privada, contra apenas 37 abertas, das quais 6 com e 31 sem fins lucrativos. As entidades abertas e as seguradoras que operam

no segmento de previdência privada aberta mobilizam apenas cerca de 6% dos ativos totais do sistema (posição de dezembro de 1995). Entre as entidades abertas, aquelas com fins lucrativos, embora em menor número, são atualmente as mais importantes e as que mais crescem, com destaque para a Bradesco Previdência e Seguro e a PREVER, controlada pelos grupos Unibanco e Bamerindus (Cf. Portocarrero, (1993).

TABELA 11
Brasil: Investidores Institucionais – Tipos de Entidades e Volume de Ativos
(Dezembro de 1995)

DISCRIMINAÇÃO	NÚMERO DE ENTIDADES	ATIVOS(R\$ MILHÕES)
Entidades fechadas	340	59.132
Públicas	115	48.255
Privadas	225	10.877
Entidades abertas	37	432
Com fins lucrativos	6	91
Sem fins lucrativos	31	341
Seguradoras	128	7.882
Previdência Privada	42	3.109
Outros ramos	86	4.342
TOTAL GERAL	505	67.446

Fonte: Secretaria de Previdência Complementar (entidades fechadas); SUSEP (seguradoras e entidades abertas).

As entidades abertas não se desenvolveram tanto quanto as fechadas por várias razões. A primeira delas é que as primeiras abertas, em particular as sem fins lucrativos, dão continuidade aos antigos montepios e caixas de pecúlio, cuja imagem junto a população era péssima – várias delas deixaram de honrar seus compromissos, seja por má gestão, seja por pagarem-nos benefícios em seu valor nominal, corroídos pela inflação.

A instabilidade monetária, presente até recentemente na economia brasileira, foi outro obstáculo ao desenvolvimento das entidades abertas de previdência privada. A inflação afeta o cálculo atuarial dos planos de pensão e eleva os riscos das aplicações de longo prazo, obrigando as instituições, sobretudo as de fins lucrativos, a elevar o preço de seu produto, com impacto negativo sobre a demanda, dado que um plano de pensão é uma alternativa, entre outras, de investimento da poupança. O crescimento dessas entidades também foi prejudicado por características particulares do mercado de trabalho brasileiro, marcado por grande informalidade das relações trabalhistas, alta rotatividade da mão-de-obra e baixo nível salarial.

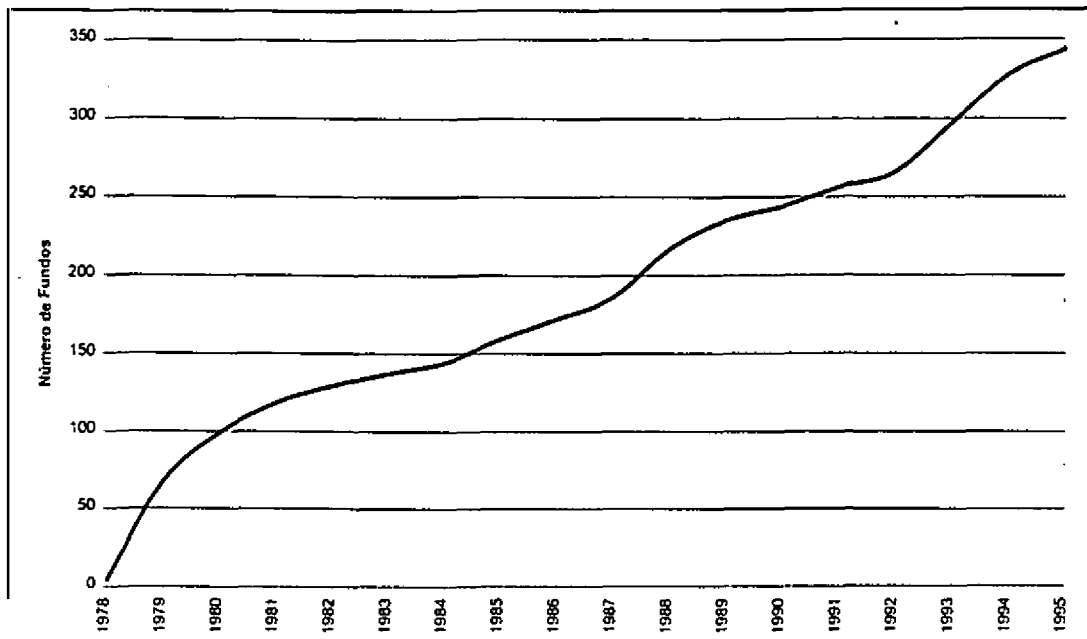
O governo, contudo, vem promovendo e estimulando a modernização do segmento de entidades abertas, para aumentar a confiabilidade no setor. A vinculação dessas entidades à seguradoras e a elevação do capital mínimo necessário para sua constituição são algumas das iniciativas implementadas nesse sentido.

De igual modo, no contexto da reforma do sistema previdenciário brasileiro, prevê-se a criação de Fundos de Aposentadoria Programada Individual (FAPI), nos moldes do IRA norte-americano. Tal iniciativa, em conjunto com o rebaixamento do teto da aposentadoria oficial, deverá se traduzir no crescimento da previdência privada aberta, dado que as camadas de renda média e alta da população que não se beneficiam de planos fechados de pensão terão interesse, sobretudo devido às vantagens fiscais previstas na proposta de regulamentação dos FAPI, de efetuar provisão para a aposentadoria.

Quanto às entidades fechadas, sua extraordinária expansão após 1978 (ver gráficos 1 e 2) deve-se ao fato de que a constituição de fundos previdenciários foi parte da estratégia de recursos humanos adotada em várias grandes empresas, públicas e privadas, na disputa pelos melhores quadros. Esses fundos que contam com contribuição generosa das empresas patrocinadoras e constituem forma de salário indireto, representando um importante estímulo aos funcionários.

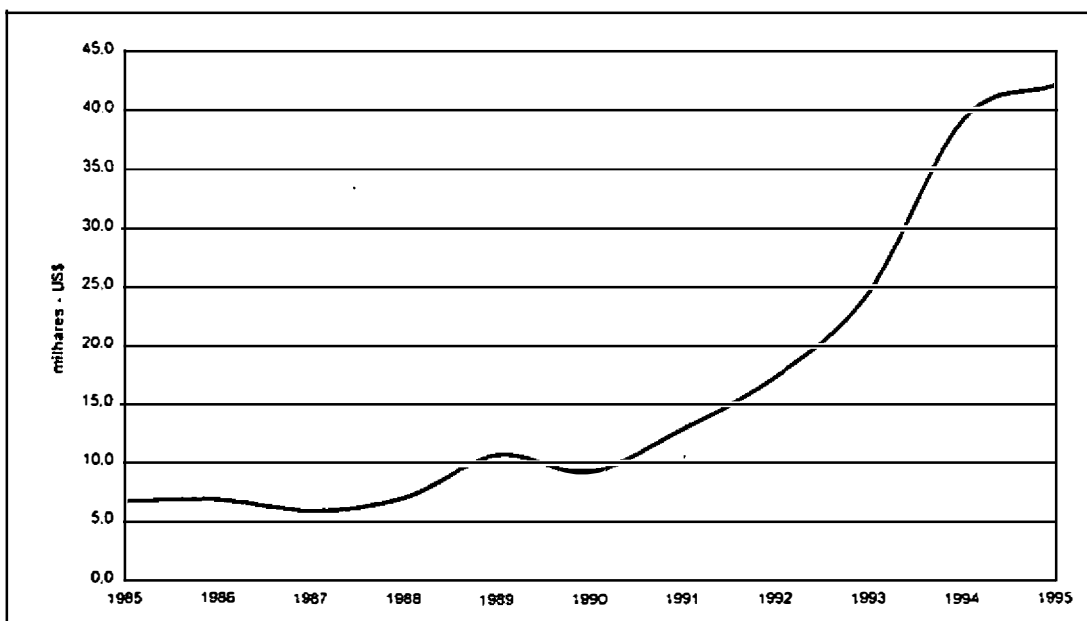
Examinam-se a seguir as principais características desse segmento.

GRÁFICO 1
Sistema Brasileiro de Fundos de Pensão
Número de Fundos Autorizados



Fonte: SPC, ABRAPP.

GRÁFICO 2
Sistema Brasileiro de Fundos de Pensão
Ativos Per Capita



Fonte: BACEN, SPC, ABRAPP.

3.1 Características Institucionais¹⁵

De acordo com dados da Secretaria de Previdência Complementar, existem atualmente no Brasil 343 entidades fechadas de previdência privada, das quais 115 patrocinadas por empresas públicas e 228 por empresas privadas, nacionais e estrangeiras (ver tabela 12). Em comparação com outros países, e tendo em conta o potencial da economia brasileira, seu patrimônio (cerca de R\$ 64 bilhões em abril de 1996) é pouco expressivo: o peso relativo do conjunto na economia doméstica, no final de 1995, era equivalente a 9,4% do PIB, contra 1,4% em 1978, ano de regulamentação do segmento (ver tabela 13).

TABELA 12
Brasil: Instituições Fechadas de Previdência Privada Por Tipo de Entidade,
Número de Patrocinadoras e Ativos (Abril 1996)

TIPOS DE ENTIDADE	ENTIDADES		PATROCINADORA		ATIVOS	
	NÚMERO	(%)	NÚMERO	(%)	R\$ MILHÕES	(%)
PÚBLICAS	115	33,53	301	18,92	52.312	80,93
Federais	39	11,37	144	9,05	41.386	64,03
Estaduais	74	21,57	151	9,49	10.914	16,88
Municipais	2	0,58	6	0,38	120	0,02
PRIVADAS	228	66,47	1.290	81,08	12.328	19,07
Nacionais	137	39,94	934	72,40	8.720	13,49
Estrangeiras	91	26,74	356	27,60	3.607	5,58
TOTAL GERAL	343	100,00	1.591	100,00	64.640	100,00

Fonte: Boletim Estatístico - Secretaria de Previdência Complementar, julho 1996.

TABELA 13
Brasil: Entidades Fechadas de Previdência Privada - Evolução
do Patrimônio em Relação ao PIB - Período (1977-95)

ANO	PATRIMÔNIO (US\$ MIL)	PIB (US\$ MIL)	PATRIMÔNIO/PIB (%)
1977	1.503.986	132.802.015	1,13
1978	2.139.232	150.639.859	1,42
1979	1.948.165	175.197.278	1,11
1980	2.892.993	209.805.209	1,38
1981	3.806.153	221.584.565	1,72
1982	4.983.220	238.013.799	2,09
1983	4.487.696	241.286.565	1,86
1984	5.516.651	266.891.569	2,07
1985	7.696.286	299.937.722	2,57
1986	10.824.393	332.451.868	3,26
1987	8.132.211	356.626.954	2,28
1988	11.122.602	373.507.607	2,98
1989	19.880.538	407.847.004	4,87
1990	14.398.425	412.961.341	3,49
1991	18.405.535	433.300.616	4,25
1992	23.315.943	446.583.537	5,22
1993	31.742.975	482.267.352	6,58
1994	55.615.999	528.270.191	10,53
1995	60.804.848	649.830.264	9,36

Fonte: Boletim Estatístico - Secretaria de Previdência

Nota: (1) Dólar comercial de venda vigente no último dia do ano.

¹⁵ As informações relativas aos aspectos institucionais do sistema de previdência complementar privada no Brasil foram extraídas basicamente de: SCTDE (1992), Portocarrero (1993), Portocarrero et alii (1993), Toneto Jr (1993 e 1994), World Bank (1994), Gazzoni (1996).

Embora os fundos patrocinados por empresas privadas sejam mais numerosos eles detêm apenas 19 % dos ativos totais do sistema. Como pode ser observado no Quadro 5, que exhibe o *ranking* das 20 maiores entidades fechadas, apenas 6 são entidades patrocinadas por empresas privadas.

A PREVI, fundação do Banco do Brasil, que é o maior dos fundos de pensão brasileiros e tem ativos da ordem de R\$ 15 bilhões, nasceu em 1967 como um plano do tipo *pay-as-you-go*. Posteriormente, para adequar-se à Lei 6.435/77, adotou o regime de capitalização, com a constituição de um fundo.

Em segundo lugar no *ranking*, com ativos da ordem de R\$ 5 bilhões, está a FUNCEF, fundo de pensão dos funcionários da Caixa Econômica Federal, seguida da PETROS, fundo patrocinado pela Petrobrás, cuja criação em 1970 também antecedeu a atual regulamentação. No sexto lugar aparece a Fundação CESP, fundo multipatrocinado pelas empresas estatais paulistas do setor de energia. Na oitava posição está o AERUS, que possui o maior patrimônio entre os fundos patrocinados por empresas privadas nacionais (ver quadro 6), seguido de perto pelo ITAUBANCO, que ocupa o nono lugar no *ranking* dos 20 maiores fundos. Na décima-oitava e décima-nona posição estão respectivamente o fundo da IBM e o PSS da Philips do Brasil, que são os dois maiores entre os fundos patrocinados por empresas estrangeiras.

QUADRO 5
Brasil: Entidades Fechadas de Previdência Privada – Classificação
das 20 Maiores, Por Ativos (Dezembro 1995)

ORDEM	ENTIDADE	PATROCINADORA	ATIVOS (R\$ MIL)
1º	PREVI	Banco do Brasil	14.708.585
2º	FUNCEF	CEF	5.112.341
3º	PETROS	PETROBRÁS	3.515.338
4º	CENTRUS	Banco Central	2.777.972
5º	SISTEL	Sistema Telebrás	2.714.801
6º	Fundação CESP	CESP. ELETROPAULO	2.514.119
7º	VALIA	Cia. Vale do Rio Doce	1.472.615
8º	AERUS	VARIG, Transbrasil	1.056.851
9º	ITAUBANCO	Banco Itaú	849.855
10º	REFER	Rede Ferroviária Federal	801.912
11º	Real Grandeza	Furnas	736.666
12º	FAPES	BNDES	727.229
13º	FORLUZ	CEMIG	722.411
14º	FEMCO	COSIPA	656.421
15º	USMINAS	USIMINAS	571.915
16º	CAPEF	Banco do Nordeste	562.060
17º	ELETROCEEE	Cia Estadual Energia Elétrica	509.440
18º	IBM	IBM	496.394
19º	PSS	Philips do Brasil	485.688
20º	FUNBEP	Banco do Estado do Paraná	483.310

Fonte: Secretaria de Previdência Complementar

QUADRO 6

Brasil: Entidades Fechadas de Previdência Privada – Classificação das 10 Maiores, por Ativos e por Tipo de Patrocinadora (Dezembro 1995)

ORDEM	ENTIDADES PÚBLICAS FEDERAIS			ENTIDADES PÚBLICAS ESTADUAIS		
	ENTIDADES	ATIVOS (R\$ MIL)	(%)	ENTIDADES	ATIVOS (R\$ MIL)	(%)
1º	PREVI/BB	14.708.585	24,87	Fund. CESP	2.514.119	4,25
2º	FUNCEF	5.112.341	8,65	FORLUZ-CEMIG	722.411	1,22
3º	PETROS	3.515.338	5,94	ELETROCEEE	509.440	0,86
4º	CENTRUS/BACEN	2.777.972	4,70	FUNBEP	484.319	0,82
5º	SISTEL	2.714.801	4,59	PREVI-BANERJ	430.310	0,72
6º	VALIA	1.472.615	2,40	COPEL	412.392	0,70
7º	REFER	801.912	1,36	BANESPREV	323.482	0,55
8º	Real Grandeza	736.666	1,24	ECONOMUS	299.166	0,50
9º	FAPES	727.229	1,23	REGIUS-BRB	256.610	0,43
10º	CAPEF	562.060	0,95	FCRT	252.706	0,42
TOTAL DO SEGMENTO		33.129.519	56,03		6.204.955	10,19
ORDEM	ENTIDADES PRIVADAS NACIONAIS			ENTIDADES PRIVADAS ESTRANGEIRAS		
	ENTIDADE	ATIVOS (R\$ MIL)	(%)	ENTIDADE	ATIVOS (R\$ MIL)	(%)
1º	AERUS	1.056.851	1,79	IBM	496.394	0,84
2º	ITAUBANCO	849.855	1,44	PSS-Philips	485.688	0,82
3º	FEMCO	656.421	1,11	Volkswagen	259.657	0,44
4º	USMINAS	571.915	0,97	Rodhia-IRSS	143.195	0,24
5º	CBS	392.685	0,66	CITIPREV	115.947	0,20
6º	CCF	349.643	0,59	PREVBOSH	101.622	0,17
7º	BRASLIGHT	325.642	0,55	S. BERNARDO	91.668	0,16
8º	Atílio Fontana	223.812	0,38	SÃO RAFAEL	89.993	0,15
9º	ECOS	204.795	0,34	PREVBAYER	85.556	0,14
10º	AÇOS	191.122	0,32	PREVIGEL	85.383	0,14
TOTAL DO SEGMENTO		4.822.741	8,15		1.955.193	3,31

Fonte: Secretaria de Previdência Complementar. (Atenção: faltam os valores dos ativos de AERUS e ITAUBANCO, acima)

Os fundos de pensão podem ser patrocinados por uma só ou por várias empresas, o que explica por que o número de patrocinadoras supera largamente o de entidades fechadas. Nos fundos multi-patrocinados, as contribuições das diferentes empresas são recolhidas e administradas por uma única entidade, mas cada empresa tem liberdade de definir individualmente as características do plano de pensão de funcionários.

A administração conjunta de um maior volume de recursos reduz custos administrativos de cada empresa e propicia maior retorno aos investimentos. Para os trabalhadores tem ainda a vantagem, especialmente no caso das empresas pertencerem ao mesmo ramo de atividade, de permitir que ao mudar de emprego mantenham os direitos ao plano de pensão. Esse é o caso dos participantes do AERUS, fundo patrocinado pela VARIG, TRANSBRASIL e outras 14 empresas do setor de transporte aéreo que oferece, além de aposentadoria complementar, um pecúlio opcional para perda do certificado de habilitação técnica.

O potencial de expansão dos fundos de pensão dependerá, em grande medida, das decisões quanto à reforma da previdência pública. As perspectivas são de crescimento, tanto da quantidade de EFPP quanto do número de participantes, bem assim de informatização do sistema e a profissionalização da administração dos recursos dos fundos.

Segundo informações da Secretaria de Previdência Complementar, são beneficiários de planos de pensão de entidades fechadas mais de 6,5 milhões de pessoas, entre participantes ativos, aposentados e dependentes (ver tabela 14). Isso significa que apenas 3,4% da população brasileira ocupada está

coberta por plano de previdência privada complementar – ¹⁶ índice muito baixo, sobretudo quando comparado com outros países: na Alemanha 46,7% dos trabalhadores do setor privado são beneficiários de planos privados de previdência complementar, enquanto o percentual da força de trabalho com cobertura previdenciária complementar é de 48% no Reino Unido, 62% na Dinamarca, 82% na Holanda, considerados todos os setores da atividade econômica (Cf. European Commission, 1994).

Não há uniformidade, entre as EFPP, no que se refere ao tipo de plano e à cesta de benefícios de cada fundo, o mesmo acontecendo com a administração dos recursos. Os planos de benefício definido predominam largamente entre aqueles patrocinados pelas empresas públicas e em grande medida entre os patrocinados pelas empresas privadas nacionais. Entre os patrocinados pelas empresas multinacionais os do tipo contribuição definida são maioria. Constatase também, entre empresas privadas, expressivo número de planos mistos, que combinam características dos dois tipos básicos (ver tabela 15).

TABELA 14
Brasil: Entidades Fechadas de Previdência Privada – Número de Participantes (Abril de 1996)

DISCRIMINAÇÃO	ENTIDADES PÚBLICAS				ENTIDADES PRIVADAS			TOTAL
	FEDERAL	ESTADUAL	MUNICIPAL	TOTAL	NACIONAL	ESTRANG.	TOTAL	GERAL
Participantes	738.044	383.146	1.572	1.122.762	629.003	294.898	923.353	2.046.115
Ativos	592.628	337.282	1.563	931.473	581.462	284.532	865.999	1.797.472
Aposentados	145.416	45.864	9	191.289	47.541	9.813	57.354	248.643
Dependentes	1.879.019	869.775	4.754	2.753.548	1.164.196	624.668	1.788.864	4.542.412
MASSA ABRANGIDA	2.617.063	1.252.921	6.326	3.876.310	1.793.199	919.018	2.712.217	6.588.527

Fonte: Boletim Estatístico - Secretaria de Previdência Complementar, julho 1996.

TABELA 15
Brasil: Entidades Fechadas de Previdência Privada – Tipo de Plano (Abril de 1996)

TIPO DE PLANO	ENTIDADE PÚBLICA				ENTIDADE PRIVADA			TOTAL	
	FEDERAL	ESTADUAL	MUNIC.	TOTAL	NACIONAL	ESTRANG.	TOTAL	GERAL	(%)
Benef. Definido	36	67	2	105	57	26	83	188	54,81
Contrib. Definida	2	6	0	8	37	35	72	80	23,32
Misto	1	1	0	2	30	23	53	55	16,03
Não inform.	0	0	0	0	13	7	20	20	5,83
TOTAL	39	74	2	115	137	91	228	343	ND
%	11,37	21,57	0,58	33,53	39,94	26,76	66,47	100,0	100,0

Fonte: Boletim Estatístico - Secretaria de Previdência Complementar, julho 1996.

¹⁶ Para o cálculo do percentual da força de trabalho ocupada, coberta por plano de previdência complementar, foram utilizados dados da PNAD relativos a população ocupada, excluídos servidores públicos civis e militares que se aposentam com salário integral e não estão incluídos no sistema de previdência social.

TABELA 16
 Brasil: Entidades Fechadas de Previdência Privada – Tipo de Administração
 de Recursos Financeiros (Abril de 1996)

TIPO DE ADMINISTRAÇÃO	ENTIDADE PÚBLICA			TOTAL	ENTIDADE PRIVADA			TOTAL	
	FEDERAL	ESTADUAL	MUNIC.		NACIONAL	ESTRANG.	TOTAL	GERAL	(%)
Externa	3	6		9	32	48	80	89	25,95
Interna	27	28		55	28	6	34	89	25,95
Mista	6	23	1	30	19	12	31	61	17,78
Não inform.	3	17	1	21	58	25	83	104	30,32
TOTAL	39	74	2	115	137	91	228	343	100,0
(%)	11,47	21,76	0,59	33,82	39,41	26,76	66,18	100,00	

Fonte: Boletim Estatístico - Secretaria de Previdência Complementar, julho 1996.

Dado a complementaridade entre os benefícios dos fundos de pensão e da previdência social, os planos de benefício definido incluem um sério risco de desequilíbrio atuarial, cujo ônus em geral é assumido exclusivamente pela empresa patrocinadora, em decorrência de achatamentos sucessivos do teto da previdência. É que os cálculos atuariais das obrigações dos fundos são efetuados em relação ao complemento necessário para garantir um compromisso contratual que é definido tendo por base o benefício concedido pela previdência. Quando esta achata seu teto cresce, em decorrência, a parcela complementar a ser coberta pelos fundos, gerando o desequilíbrio atuarial – os cálculos que fixaram as reservas e o valor das contribuições foram efetuados em relação ao teto anteriormente vigente, mais elevado.

Diante desse risco alguns planos de benefício definido têm optado por desvincularem-se da complementaridade com o sistema oficial, oferecendo benefícios que se definem como um percentual fixo do salário final, independentemente do que seja pago pela previdência oficial.¹⁷

No que se refere à gestão de recursos (ver tabela 16), entre as entidades patrocinadas pelas empresas públicas há predomínio da administração interna, enquanto entre as mantidas por empresas privadas e, em particular, pelas empresas estrangeiras a administração dos fundos é majoritariamente realizada por profissionais externos, em geral instituições bancárias especializadas na gestão de patrimônio. Algumas dessas instituições investiram pesadamente na formação de equipes qualificadas e estão competindo acirradamente, via tarifa, pela prestação desses serviços, donde a tendência de crescente terceirização da administração das carteiras de investimentos dos fundos.

De modo geral, os planos de pensão das entidades fechadas são financiados por contribuições tanto das empresas quanto dos funcionários. Como pode ser observado na tabela 17, relativa às receitas previdenciárias das EFPP, as contribuições das empresas privadas, em particular das multinacionais, são mais generosas do que as das empresas públicas.

Entre as grandes corporações multinacionais é frequente a criação de plano de pensão com contribuição exclusiva da empresa. Esse é o caso do fundo da IBM, que oferece aos funcionários um plano de pensão do tipo benefício definido, com contribuição exclusiva da empresa, garantindo um complemento de aposentadoria equivalente a 50% do salário. Os benefícios em curso de pagamento são corrigidos seguindo o reajuste dos salários dos funcionários em atividade. O custo do fundo equivale a 8% da folha de pagamento da empresa. A administração da carteira foi em parte terceirizada. Em 1993 cinco instituições financeiras administravam 73% do patrimônio, 11% do qual estavam investidos em imóveis e 16% eram geridos internamente. A IBM premia anualmente os administradores que obtêm os melhores resultados (Gazeta Mercantil, 1993).

¹⁷ Sobre esse ponto, ver: World Bank (1994) e Portocarrero *et alii* (1993).

TABELA 17
 Brasil: Entidades Fechadas de Previdência Privada – Receitas
 Previdenciárias (Dezembro de 1995)

(R\$ milhões)

DISCRIMINAÇÃO	ENTIDADE PÚBLICA				ENTIDADE PRIVADA			TOTAL	
	FEDERAL	ESTADUAL	MUNIC..	TOTAL	NACIONAL	ESTRANG.	TOTAL	GERAL	(%)
Patrocinadoras	1.735	721	1,1	2.457	431	192	623	3.081	51,84
Participantes	1.150	355	0,9	1.506	216	69	285	1.791	30,13
Eventuais	1006	24	-	1.030	33	8	41	1.071	18,02
TOTAL	3.891	1.100	2	4.993	680	269	949	5.943	100,00
(%) SEGMENTO	65,48	18,51	0,03	84,03	11,44	4,53	15,97	100,00	-

Fonte: Dados Estatísticos - Secretaria de Previdência Complementar

A Rhodia, por intermédio do Instituto Rhodia de Seguridade Social, patrocina integralmente um plano de benefício definido, para os funcionários com dez anos de casa, que garante 50% do salário da ativa, além da aposentadoria do INSS. O plano garante direito à aposentadoria aos funcionários desligados, desde que contem no mínimo 45 anos e que tenham trabalhado pelo menos dez anos na empresa (aposentadoria adiada). A administração dos recursos do fundo é feita em parte por instituições financeiras e em parte pela diretoria do Instituto. A parcela dos recursos aplicadas no mercado financeiro é administrada por um *pool* formado pelo UNIBANCO, Itaú, Garantia, CREFISUL e CREDIBANCO. À medida em que o Instituto apresenta superávit a Rhodia reduz as contribuições, que têm um custo total de 13% sobre a folha de pagamento.

Em algumas entidades fechadas patrocinadas por empresas multinacionais o fundo de pensão reúne dois tipos de plano: um básico, financiado exclusivamente pela empresa, e outro, suplementar, para o qual contribuem voluntariamente os empregados. É esse o caso, por exemplo do PSS, fundo de pensão de benefício definido mantido pela Philips do Brasil, onde há um plano básico, custeado exclusivamente pela empresa, e um plano suplementar voluntário para o qual os funcionários contribuem com percentuais que variam de 3% a 10%, dependendo da faixa salarial. Quase todos os empregados participam do plano suplementar, que oferece-lhes a garantia de devolver as contribuições, corrigidas pelo mesmo índice da poupança, caso se desliguem da empresa. Adicionalmente, há a opção de permanecer no plano mesmo após rescisão do contrato de trabalho, mas nesse caso o interessado arca com a contribuição total. Os recursos do PSS aplicados no mercado financeiro são administrados pelos bancos CREFISUL, Citi, UNIBANCO e Itaú.

Também o CITIPREV, fundo de pensão dos funcionários do Citi e do CREDICARD, oferece um plano básico para o qual apenas a empresa contribui e garante um acréscimo da ordem de 40% sobre o valor da aposentadoria do INSS. Os funcionários contam ainda com um plano suplementar para o qual contribuem voluntariamente com 3% a 5% do salário, obtendo assim a garantia de renda adicional na aposentadoria que pode chegar a 20% do último salário.

O mesmo ocorre na Previ-Siemens, fundo do Grupo Siemens cujo plano básico, mantido exclusivamente com contribuições da empresa patrocinadora, garante aos funcionários aposentados 45% do valor do salário médio dos últimos 12 meses, desde que hajam trabalhado no mínimo dez anos na empresa. No plano suplementar, voluntário, os funcionários contribuem com entre 2% a 5% do salário, para elevar o valor da aposentadoria para 70% da média do salário dos últimos 12 meses. Nesse caso, a empresa contribui com valor equivalente a 50%. A administração dos recursos fica a cargo de três bancos, que são estimulados a competir entre si para ofertar a maior rentabilidade, mas os investimentos de alto risco são vetados. Caso o trabalhador saia da empresa antes da aposentadoria, apenas o valor capitalizado dos recursos que ele próprio recolheu ao plano é devolvido.

3.1.1 O Tratamento Fiscal dos Fundos de Pensão

A questão do tratamento fiscal dos fundos de pensão envolve três aspectos. O primeiro diz respeito à tributação pelo Imposto de Renda das contribuições e dos benefícios pagos sob os fundos. O segundo refere-se à incidência do Imposto de Renda sobre os resultados dos investimentos dos recursos dos fundos. E há, finalmente, a questão da taxação por outros impostos dos resultados financeiros e patrimoniais dos fundos.

A legislação brasileira é imprecisa quanto ao tratamento fiscal das entidades fechadas, no que se refere ao Imposto de Renda sobre os resultados financeiros e patrimoniais dos fundos. Muitos alegam que as tais entidades são imunes à tributação, mas as autoridades fiscais consideram-nas isentas de tributação.

A diferença vai além da semântica e tem profundas implicações legais. A imunidade tributária, quando garantida pela Constituição, desobriga a entidade beneficiada do pagamento de qualquer tipo de tributo, inclusive os que incidem sobre o patrimônio. Já a isenção fiscal dispensa a instituição de pagamento de impostos, mas não é aplicável ao Imposto de Renda incidente sobre operações financeiras e patrimoniais. Outra diferença importante entre imunidade e isenção é que esta última não é concedida em caráter definitivo, podendo alterar-se seu valor e período conforme decisões da autoridade fiscal.

No entendimento da ABRAPP, órgão de representação dos fundos de pensão, a Constituição de 1988, em seu artigo 150º, reafirmou o princípio de imunidade para as instituições assistenciais sem fins lucrativos à quais as EFPP foram equiparadas pelo artigo 39, parágrafo III da Lei nº 6.435, que regulamentou a previdência privada complementar no Brasil. Como as autoridades fiscais insistem na cobrança de impostos, as EFPP vêm sistematicamente impetrando mandados de segurança para garantir o que consideram seus direitos constitucionais.

Atualmente, no Brasil, apenas as contribuições da patrocinadora são dedutíveis como despesas da receita bruta tributável, enquanto as contribuições dos empregados são tributadas normalmente, como renda salarial. Os benefícios são taxados quando recebidos, sendo isento de imposto o valor correspondente às contribuições efetuadas pelo próprio participante, desde que os rendimentos e ganhos de capital produzidos pelo patrimônio do fundo tenham sido tributados na fonte.

3.1.2 A Regulamentação e a Fiscalização das EFPP

Como já foi dito, na regulamentação da previdência privada complementar no Brasil foi atribuída à Secretaria de Previdência Complementar a função de controlar e fiscalizar as entidades fechadas. Entretanto, no caso dos fundos patrocinados por empresas estatais federais, a responsabilidade no que se refere à supervisão e fiscalização da adequação às normas e a aplicação das penalidades cabíveis foi delegada às próprias empresas patrocinadoras.

O principal objetivo do aparato regulador é proteger os direitos dos participantes dos fundos. Assim, a SPC fiscaliza-lhes tanto a adequação às normas atuariais e contábeis como àquelas relativas à prudente diversificação dos investimentos. Os administradores e diretores respondem legalmente por suas ações em caso de liquidação extrajudicial das entidades. Também a empresa patrocinadora pode ser considerada responsável solidária se descumprir suas obrigações definidas no plano de benefício.

A SPC fiscalizou, entre 1994 e início de 1996, cerca de 52% das entidades fechadas em funcionamento, lavrando 200 autos de infração em 1995 e 100 em 1996. Foram abertos seis processos, enca-

minhados ao Ministério Público. No início de 1996 a SPC havia nomeado seis diretorias fiscais, realizado duas intervenções e proposto a liquidação de oito fundos de pensão (Gazzoni, 1996).

Essa regulamentação ainda precisa ser aperfeiçoada, por exemplo introduzindo-se mecanismos presentes em outros países, como o *vesting*, as regras de reavaliação periódica dos riscos atuariais e as normas de *disclosure* das informações. Embora, desde outubro de 1986, vigore a exigência legal de transparência nas aplicações financeiras e imobiliárias para todos os participantes dos fundos, esta poderia tornar-se mais efetiva com obrigatoriedade de fornecimento de extratos mensais aos participantes, com informação detalhada sobre a performance dos investimentos.

A SPC tem procurado reforçar os mecanismos de proteção, em particular os relacionados à portabilidade e ao *vesting*. Está em estudos proposta de conferir ao participante que sair de uma empresa e for trabalhar em outra que também ofereça um plano de previdência complementar o direito de levar o total dos recursos que capitalizou no primeiro fundo, desde que dele participe a pelo menos dez anos. Segundo a mesma proposta, em caso de opção pelo saque o participante receberá, no mínimo, um valor correspondente à capitalização de suas contribuições. O participante que for trabalhar em outra empresa que não possui plano de pensão poderá permanecer no fundo e, por ocasião da aposentadoria, receber o benefício proporcional ao tempo que contribuiu.

Outra iniciativa importante é a proposta de criação de um fundo de solvência para proteger o patrimônio dos participantes dos fundos de pensão, em caso de liquidação (Bautzer, 1996). A idéia é que cada fundo constitua anualmente uma reserva correspondente a um percentual do patrimônio. Caso ocorra liquidação, as perdas serão rateadas entre todos os fundos, e em caso contrário os recursos da provisão permanecerão nas carteiras.

Também está em estudos a alteração do modelo de gestão das entidades fechadas patrocinadas por empresas estatais. Como foi mencionado, na grande maioria os fundos das estatais administram internamente os recursos. O governo pretende que a administração seja repassada a profissionais do mercado, de modo a reduzir a ingerência política das patrocinadoras na alocação dos recursos. O gestor seria contratado por conselhos de administração dos fundos, integrados por representantes da patrocinadora e dos trabalhadores. A composição desses conselhos poderia variar de acordo com o tipo de plano: nos planos não-contributários, mantidos só pelas empresas, elas seriam majoritárias, e nos de contribuição definida os representantes dos empregados seriam mais numerosos. (Cf. Peres & Marquez, 1996).

A proposta de profissionalizar a administração dos fundos pode ser importante para evitar a ingerência das empresas patrocinadoras nos negócios dos fundos, muitas vezes em prejuízo do interesse dos participantes. No entanto, uma questão a ser considerada é o risco de que venha a traduzir-se em prioridade para os retornos imediatos, dado que do bom desempenho das instituições no curto prazo depende a remuneração dos administradores.

3.2 As Políticas de Investimento¹⁸

A alocação de recursos dos fundos de pensão, e também das entidades abertas, está estritamente regulamentada pelo Conselho Monetário Nacional, que define os limites máximos para os investi-

¹⁸ A análise das estratégias de investimentos dos fundos será objeto específico de outro estudo, dado que o atraso no cronograma de execução dos relatórios setoriais implicou adiamento das entrevistas que seriam realizadas com os administradores dos principais fundos. Mediante entrevistas, pretende-se identificar as estratégias dos principais fundos de pensão estatais e privados em relação a participação nos processos de privatização das empresas dos segmentos de infra-estrutura, os setores considerados prioritários e as formas de participação na privatização.

mentos nas diferentes categorias de ativos. Até 1994 o CMN fixava também os limites mínimos para as aplicações, mas segundo os administradores dos fundos esses limites, definidos na maioria das vezes em função de objetivos conjunturais, comprometiam a rentabilidade e a saúde financeira dos fundos, afetando a capacidade de honrar os compromissos contratuais. Também foram abolidas as distinções da composição do investimento entre as entidades fechadas patrocinadas por empresas públicas e aquelas patrocinadas pelas empresas privadas.

A regulamentação anterior, muito restritiva, na maioria dos casos era desrespeitada, como revelam dados divulgados pela ABRAPP sobre a composição das carteiras de aplicação das entidades fechadas no ano de 1992 (Cf. STDE, 1992 e Toneto Jr., 1993). Por exemplo, no caso das entidades patrocinadas por empresas do setor público, enquanto a resolução do CMN estipulava um mínimo de 25% dos recursos aplicados em OFND/títulos do BNDES e debêntures das estatais – sendo de 15% o mínimo no primeiro e o máximo de 10% no segundo –, o investimento efetivo nesses instrumentos era, no total, de apenas 3,4%. Os investimentos em letras hipotecárias da CEF, que deveriam corresponder a um mínimo de 5%, não ultrapassaram 1,1% enquanto os investimentos em imóveis, limitados ao máximo de 20%, superavam o limite em mais de 3 pontos percentuais, situando-se em 23,6%. Os investimentos em ações eram os únicos efetuados dentro das normas, ficando em 27,7% para um mínimo obrigatório de 25%.

A não observância da regulamentação relativa aos investimentos também aplicava-se às entidades patrocinadas por empresas privadas – entre elas as aplicações em títulos públicos, isolada ou cumulativamente, deveriam ser de no mínimo 25% e estavam em torno de 5,5%. Os investimentos em imóveis eram superiores a 29% para um máximo permitido de 20%. Também no caso das entidades privadas as aplicações em ações, da ordem de 27%, superavam o mínimo exigido (25%).

Pela Resolução nº 2109/94, o CMN implementou regras mais flexíveis para a alocação das aplicações dos fundos. Com a eliminação dos limites mínimos e fixação apenas do teto, o Conselho Monetário conferiu maior liberdade aos administradores dos fundos, que passaram a nortear-se por regras de prudência na diversificação dos ativos. A maior liberdade dos administradores exigiu, no entanto, um reforço da supervisão e fiscalização das atividades dos fundos, de modo a garantir que o patrimônio dos participantes não fosse comprometido por inadequada diversificação dos riscos.

Órgão de representação dos fundos de pensão, a ABRAPP considera que a ação estatal deve-se limitar à fiscalização e o controle da saúde financeira das entidades. As restrições devem ser eliminadas e aos administradores dos fundos de pensão deve-se dar total liberdade para a definição da política de investimentos dos fluxos de receitas e dos recursos acumulados.

A Secretaria de Previdência Complementar também compartilha da idéia de que é necessário reduzir a intervenção estatal, que se deve limitar à fiscalização mais intensa para proteger os direitos dos participantes (Cf. Gazzoni, 1996). Por trás dessa defesa da desregulamentação dos investimentos está a visão de que, com a estabilização econômica, os recursos dessas entidades destinar-se-iam, pela ação exclusiva dos mecanismos de mercado, para o financiamento de longo prazo, dada a vocação natural dessas entidades.

Na realidade, porém, raramente esses mecanismos conduzem a adequada alocação dos recursos, na perspectiva da sociedade, cujo progresso e bem estar repousa na produção de novas riquezas. O estado não deve, portanto, furtar-se a agir em defesa dos interesses coletivos e, mediante implementação de políticas financeiras, influenciar a alocação da poupança para a promoção do crescimento e do desenvolvimento. Este ponto será retomado no item 4.2.

Na tabela 18 apresenta-se a composição dos investimentos dos fundos e os itens da resolução CMN nº 2206/95, que define atualmente as normas para alocação dos recursos. A resolução fixa,

como já foi dito, apenas os limites máximos por tipo de instrumentos, isolada ou cumulativamente, classificados nas seguintes categorias: títulos públicos (100%), títulos de renda fixa (80%), ativos de renda variável (50%), investimentos imobiliários (20%), empréstimos a participantes (7%), financiamento a participantes (10%) e outros investimentos (30%).

Como pode ser observado, no conjunto as entidades fechadas, tanto públicas quanto privadas, estão enquadradas dentro dos limites máximos fixados pelo CMN. Os títulos de renda fixa, os ativos financeiros de renda variável e os imóveis representam quase 80% da carteira das entidades fechadas. A análise por tipo de patrocinadora revela que os investimentos em ativos de renda variável são os mais importantes nas entidades públicas federais, enquanto os títulos de renda fixa são o investimento preferencial das demais entidades públicas e das entidades privadas, sobretudo aquelas patrocinadas por empresas estrangeiras.

TABELA 18
Brasil: Entidades Fechadas de Previdência Privada – Composição dos Investimentos e Limites da Resolução CMN (abril 1996)

ITENS DA RESOLUÇÃO	ENTIDADE PÚBLICA				ENTIDADE PRIVADA			TOTAL	LIMITES
	FEDERAL	ESTADUAL	MUNICIP.	TOTAL	NACIONAL	ESTRANG.	TOTAL	GERAL	RES CMN
Títulos Públicos	4,89	1,89	1,55	4,28	8,65	13,57	10,09	5,39	100
Renda Fixa	31,95	38,61	59,27	33,32	35,92	47,73	39,37	34,48	80
Renda Variável	34,54	26,19	21,79	32,82	27,55	19,98	25,33	31,38	50
Inv. Imobiliários	12,61	15,85	15,51	13,27	17,84	13,92	16,69	13,93	20
Empr. Particip.	1,76	2,06	1,86	1,82	1,27	0,38	1,01	1,63	7
Finan. Particip.	8,44	0,26		6,76	0,20	...	0,14	5,49	10
Outros Investim.	5,81	15,14		17,72	8,57	4,42	7,36	7,65	30
TOTAL	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	.
(%) SEGMENTO	64,18	16,57	0,02	80,78	13,60	5,63	19,22	100,00	.

Fonte: Boletim Estatístico - Secretaria de Previdência Complementar, julho 1996.

Os dados apresentados na tabela 19 permitem uma análise mais acurada dos investimentos das entidades fechadas, pois os principais tipos de ativos estão nela discriminados. Observa-se que as ações, os depósitos a prazo junto ao sistema financeiro, as quotas de fundos de investimento (com concentração em renda fixa) e os imóveis são as aplicações preferenciais das entidades fechadas. No caso daquelas patrocinadas por empresas públicas, os empréstimos e financiamentos concedidos aos participantes também são expressivos (R\$ 4,3 bilhões), correspondendo a 8,6% dos ativos totais. Esses são os chamados investimentos tradicionais dos fundos de pensão.

TABELA 19
 Brasil: Entidades Fechadas de Previdência Privada – Composição dos
 Investimentos por Ativos Selecionados (Abril de 1996)

ATIVOS SELECIONADOS	ENTIDADE PÚBLICA		ENTIDADE PRIVADA		TOTAL	
	R\$ MIL	(%)	R\$ MIL	(%)	R\$ MIL	(%)
Títulos do T.N. (1)	2.166.885	4,28	1.217.201	10,09	3.384.086	5,39
Notas TN	596.125	1,18	194.400	1,61	790.525	1,26
LTN	244.297	0,48	639.836	5,30	884.133	1,41
LFTN	325.234	0,64	203.103	1,68	528.338	0,84
Títulos da Dívida Agrária	34.832	0,07	3.898	0,03	38.730	0,06
Bônus Bacen	924.391	1,82	175.277	1,45	1.099.669	1,75
Certificados de Privatização	2.697	0,00	4	0,00	2.701	0,00
Obrigações FND	181.273	0,35	9.930	0,08	191.203	0,30
Títulos dos Governos Estaduais	463.427	0,91	51.239	0,42	514.666	0,82
Títulos dos Governos Municipais	125.980	0,25	10.444	0,09	136.424	0,22
Aplic. Instituições Financeiras (1)	8.580.153	16,93	2.262.026	18,76	10.842.179	17,28
CDB e RDB	7.077.514	13,97	1.904.267	15,79	8.981.782	14,32
Letras Hipotecárias	700.158	1,38	72.958	0,60	773.116	1,23
Debêntures não conversíveis	617.289	1,22	74.627	0,62	691.916	1,10
Debêntures conversíveis	102.243	0,20	10.398	0,09	112.642	0,18
Títulos de Empresas não Financeiras (1)	1.744.843	3,44	347.519	2,88	2.092.362	3,34
Obrigações	38.096	0,07	4.174	0,03	42.270	0,35
Debêntures não conversíveis	1.457.639	2,88	253.116	2,10	1.710.756	2,72
Debêntures conversíveis	232.447	0,46	69.948	0,58	302.397	0,48
Cert. Compra/venda a termo E.Elétr.	8.401	0,0	11.322	0,09	19.723	0,33
Ações (1)	15.161.624	29,92	2.712.709	22,50	17.874.333	28,49
Mercado à vista	13.749.187	27,13	2.618.691	21,71	16.367.878	10,14
PND - Cias Abertas	924.829	0,19	56.997	0,47	981.826	1,56
PND - Cia Fechadas	14.754	0,03	6	0,0	14.760	0,02
Mercado de Ouro	8	0,0	503	0,00	511	0,0
Fundos de Investimentos	7.164.276	14,14	2.315.564	19,21	9.479.840	15,11
Qta Fdo Inv. Fin-Renda Fixa	5.197.263	10,26	1.352.585	11,21	6.549.848	10,44
Fdo Aplic Qta Fdo Inv. Fin-R. Fixa	784.679	1,55	706.759	5,86	1.491.438	2,38
Qta Fdo Inv no Exterior	53.482	0,10	-	-	53.482	0,09
Qta de Fundos de Ações	817.877	1,61	50.654	0,42	868.531	1,38
Qta Invest. Imobiliário	126.115	0,25	48.776	0,40	174.892	0,28
Qta Fdo Inv. Fin-Renda Variável	158.048	0,31	78.819	0,65	236.868	0,38
Fdo Aplic Qta Fdo Inv. Fin-R. Variável	24.892	0,05	76.947	0,64	101.838	0,16
Qta Fdo Inv. Empr. Emergentes	1.919	0,0	1.024	0,00	2.943	0,0
Investimentos Imobiliários(1)	6.736.808	13,29	2.013.350	16,69	8.740.158	13,93
Terrenos	254.652	0,50	161.062	1,33	415.716	0,66
Imóveis em Construção	567.824	1,12	135.665	1,12	703.490	1,12
Edif. Locadas Patrocinadoras	1.552.393	3,06	323.167	2,68	1.875.560	2,99
Edificações para Renda	2.546.054	5,02	1.006.259	8,34	3.552.313	5,66
Invest. Shopping Center	1.210.881	2,39	258.940	2,15	1.469.822	2,34
Emprést. e Financiam. a Participantes	4.352.367	8,59	139.160	1,15	4.491.527	7,16
Outros Investimentos	4.004.150	7,90	980.530	8,13	4.984.680	7,95
TOTAL GERAL	50.674.492	100,00	12.060.180	100,00	62.734.672	100,00

Fonte: Boletim Estatístico - Secretaria de Previdência Complementar, julho 1996.

Notas: Devido ao arredondamento, o somatório dos percentuais pode diferir de 100. *** (1) Foram discriminados apenas alguns itens selecionados, de modo que a soma dos valores não corresponde ao valor total indicado na rubrica correspondente ao total do ativo.

TABELA 20
 Brasil: Investimentos dos 20 Maiores Fundos de Pensão no Mercado
 Acionário nas Dez Ações Mais Negociadas (Março de 1996)

DISCRIMINAÇÃO	PATROCINADORA PÚBLICA		PATROCINADORA PRIVADA		TOTAL 20 MAIORES FUNDOS	
	R\$ MIL	(%)	R\$ MIL	(%)	R\$ MIL	(%)
TELEBRÁS	1.582.356	13,02	40.865	4,82	1.623.221	12,49
ELETROBRÁS	469.422	3,86	23.097	2,73	492.519	3,79
PETROBRÁS	871.625	7,17	25.430	3,00	897.055	6,90
Vale do Rio Doce	1.211.004	9,96	37.084	4,38	1.248.088	9,60
CEMIG	199.955	1,65	25.685	3,04	225.640	1,74
TELESP	168.878	1,39	2.177	0,25	171.055	1,32
CESP	63.952	0,53	93	0,00	64.045	0,49
USIMINAS	90.332	0,74	11.908	1,40	102.240	0,79
CSN	5.032	0,04	219.309	25,89	224.341	1,73
BRADESCO	375.454	3,09	8.735	1,03	384.189	2,96
TOTAL (10 AÇÕES)	5.038.020	41,45	394.383	46,54	5.432.403	41,79
Outras ações	7.115.018	58,55	453.068	53,46	7.568.086	58,21
TOTAL AÇÕES	12.153.038	100,00	847.451	100,00	13.000.489	100,00

Fonte: Secretaria de Previdência Complementar.

TABELA 21
 PREVI: Carteira de Investimentos em Infra-Estrutura

Empresas	Total ações nominativas	Total
a) Telecomunicações		
CETERP	20,3%	20,3%
b) Energia elétrica		
ELETROBRÁS	1,56	1,55
CEMIG	1,71	1,71
CESP	0,57	0,39
CELESC	12,59	9,7
ESCELSA	5,94	5,94

Fonte: Reis (1996).

A regulamentação também permite que os fundos de pensão realizem investimentos considerados não-tradicionais como (a) projetos de infra-estrutura de transporte, saneamento (água, esgoto, industrialização do lixo), energia elétrica, telecomunicações (fibra ótica, satélite, celular, tv a cabo), (b) quotas de fundos de investimentos imobiliários, (c) quotas de fundos de investimento em empresas emergentes, (d) parcerias de fundos de privatização-fusão-aquisição, (e) sistema de saúde (hospitais, equipamentos hospitalares), (f) turismo (parques temáticos, parques aquáticos, hotéis). Embora ainda constituam parcela modesta na carteira dos fundos de pensão brasileiros, os investimentos alternativos apresentam grande potencial de crescimento.

Não foi possível obter da Secretaria de Previdência Complementar informações detalhadas sobre a composição da carteira acionária dos fundos que nos permitissem identificar os setores da atividade econômica que mais estão atraindo-lhe os recursos sob a forma de participação acionária. Os dados apresentados na tabela 20, porém, relativos aos investimentos dos 20 maiores fundos nas dez principais ações negociadas no mercado acionário, revelam uma nítida concentração dos investimentos em empresas estatais, incluídas no processo de privatização. Do total da carteira acionária dos 20 maiores fundos, 17% representam investimentos em empresas dos dois setores de infraestrutura econômica que oferecem melhores perspectivas de rentabilidade – telecomunicações (11,2%) e energia (6%).

A PREVI do Banco do Brasil, o maior dos fundos de pensão, possui ainda participações na Companhia Telefônica de Ribeirão Preto, na CELESC e na ESCELSA, empresa recém-privatizada do setor de energia (ver tabela 21). De acordo com seu presidente, a PREVI tem planos de reforçar a sua atuação nos setores de infra-estrutura, e está em estudos sua participação em projetos de produtores independentes e auto-produtores no setor de energia, no segmento de telefonia celular, na reestruturação da FERRONORTE e na privatização da Rede Ferroviária Federal (Cf. Reis, 1996).

3.3 Os Fundos de Pensão no Processo de Privatização

Os fundos de pensão têm participado ativamente do processo de privatização de empresas públicas de diferentes setores e ramos de atividade. Desde o início das privatizações, em outubro de 1991, eles adquiriram participação em 17 empresas, investindo US\$ 1,4 bilhão nos leilões, ou seja 16,8% do total (não incluindo leilões de participações minoritárias). Como pode ser observado na tabela 22, a participação mais expressiva das EFPP ocorreu nas privatizações dos setores de energia elétrica e siderurgia.

TABELA 22
Participação dos Fundos de Pensão na Privatização (1991-95)

	VALOR ADQUIRIDO NO PERÍODO (US\$ MILHÕES)	PARTICIPAÇÃO NO LEILÃO
Siderurgia	864,3	17,8%
Petroquímica	223,0	9,0%
Elétrico	192,8	48,2%
Outros	151,7	16,0%
Total	1431,8	16,8%
1991	520,7	33,5%
1992	374,2	19,0%
1993	60,8	3,0%
1994	232,1	35,2%
1995	244,8	32,3%

Fonte: ABRAPP (1996) e GAZZONI (1996).

Na privatização da USIMINAS, que foi a primeira das grandes empresas públicas a passar para o controle privado, os fundos de pensão adquiriram 36% das ações leiloadas, o que corresponde a 26,1% do capital votante da empresa, dos quais 14,9% pertencem à PREVI, 7,7% estão sob controle da VALIA e os restantes 3,5% pertencem à outras 18 entidades de previdência privada. Os fundos de pensão foram os principais compradores individuais de algumas das empresas privatizadas, como ACESITA (PREVI e SISTEL), PETROFLEX (PETRUS), MAFERSA (REFER) e EMBRAER (PREVI e SISTEL).

As regras de diversificação dos investimentos dos fundos limitam em 5% dos recursos alocados nos ativos de renda variável as aplicações em ações de uma só empresa. Tais investimentos não podem representar mais de 25% do capital votante ou mais que 25% do capital total da empresa. A existência de tais limites, aliada à distribuição pulverizada do controle acionário devido a dimensão considerável de certas empresas públicas privatizadas, acabou estimulando o desenvolvimento no país do princípio de controle compartilhado, onde os diferentes sócios, com representação garantida no conselho de administração das empresas, participam ativamente de sua gestão. O princípio de controle compartilhado, em geral, torna indispensável a contratação de executivos profissionais

independentes.¹⁹ O caso da ACESITA, na qual os fundos de pensão tornaram-se pela primeira vez controladores principais, foi pioneiro nesse sentido (Cf, Gazzoni, 1996).

Na participação dos fundos de pensão na privatização dos setores de infra-estrutura delinea-se uma tendência à formação de consórcios. Em alguns casos ocorre apenas a constituição de grupos informais, com participação de instituições financeiras e empresas do setor. Na privatização da PETROFLEX, por exemplo, o consórcio vencedor do leilão era formado por empresas vinculadas ao setor petroquímico e pela PETRUS, fundo de pensão dos funcionários da PETROBRÁS, e adquiriu 65% do capital da empresa, usando basicamente certificados de privatização (FUNDAP, 1992:6)

Algumas vezes a formação de consórcios traduz-se na criação de uma *special purpose company*. Isso foi o que aconteceu no caso da GTD Participações, que em julho de 1995 adquiriu participação equivalente a 25% do capital total da ESCELSA, no primeiro leilão de privatização de empresa de serviço público promovido pelo Governo Federal, operando em regime de concessão.²⁰

A GTD foi criada como empresa de participação em outras sociedades, com o objetivo de investir em projetos de geração transmissão e distribuição de energia elétrica. Seus acionistas são onze fundos de pensão, entre os quais os principais são a PREVI (23,74 % das ações), o AERUS (12,89% das ações), a FAPES (11,87%) e o SISTEL (11,87%). A GTD é uma sociedade anônima de capital aberto e é listada em bolsa de valores desde janeiro de 1996.

Para participar do leilão de privatização da ESCELSA a GTD associou-se à Iven S.A., também uma empresa de participações idealizada pelo Banco Pactual, para a criação do Consórcio PARCEL. A montagem do consórcio, também um movimento para impedir excessiva elevação do ágio do leilão, foi bem sucedida e os novos proprietários adquiriram a ESCELSA pagando 15,7% além do preço mínimo, 67% pagos em moeda corrente e o restante em títulos de dívida pública vencida e renegociada (FUNDAP, 1995).

Como já mencionado, os fundos de pensão apresentam grande potencial de crescimento, sobretudo se ocorrer uma ampla reforma previdenciária que estimule a expansão da previdência complementar no país. É possível esperar que continuem desempenhando papel importante no processo de privatização em curso.

4. OS FUNDOS DE PENSÃO ENQUANTO INVESTIDORES POTENCIAIS DOS PROJETOS DE INFRA-ESTRUTURA

Como já mencionado os fundos de pensão, dadas suas características operacionais, são candidatos ideais a desempenhar papel-chave no financiamento da acumulação de capital e, sobretudo, na modernização da infra-estrutura. Contudo, o fato de suas obrigações serem estáveis, previsíveis e de longo prazo não garante por si só o envolvimento dessas instituições com o investimento de longo prazo. Nesse sentido a experiência norte-americana é bastante reveladora.

Nos Estados Unidos os fundos, ao lado de outros investidores institucionais, assumiram importância ímpar. Observam-se importantes modificações no comportamento dos mercados financeiros, traduzidas em crescente volatilidade e acentuada preferência pelo curto prazo, cuja supremacia tem forte impacto sobre o financiamento dos investimentos produtivos de longo prazo, sobretudo num

¹⁹ Esse princípio também tem sido adotado fora do âmbito do Programa Nacional de Privatização. Esse foi, por exemplo, o que ocorreu com a Perdigão, empresa privada de capital aberto, da qual os fundos de pensão assumiram o controle acionário.

²⁰ Uma outra empresa de participações, reunindo seis ou sete fundos, estaria em formação para participar de uma "holding" do setor de mineração.

país em que o sistema de financiamento da economia sempre esteve centrado diretamente no mercado de capitais, e não no crédito bancário.

Além de atuarem em contexto institucional específico, a importância relativa dos fundos de pensão na economia norte-americana é incomparavelmente maior que no Brasil. No entanto, considera-se que o exame da experiência norte-americana serve de alerta e talvez possa sugerir elementos para a ação estatal no Brasil, no sentido de criar condições para que os fundos cumpram efetivamente o seu “destino manifesto” de investidores de longo prazo.

4.1 Os Fundos de Pensão: financiadores do desenvolvimento ou especuladores financeiros? lições da experiência norte-americana²¹

Com patrimônio da ordem de US\$ 4,2 trilhões os fundos de pensão tornaram-se, ao lado dos fundos mútuos e das seguradoras, os maiores fornecedores de capital na economia norte-americana, controlando um terço de todos os ativos financeiros domésticos (ver tabela 23). Tal característica confere-lhes influência significativa sobre as tendências alocativas dos mercados e tem impacto importante sobre os tipos de projetos a serem financiados.

Sendo as obrigações dos fundos previsíveis e de longo prazo, o expressivo volume de capital que mobilizam seria perfeitamente adequado para o investimento de longo prazo. Entretanto, nas últimas duas décadas os fundos norte-americanos têm investido no mercado de capitais, buscando retornos acima da média e contribuindo fortemente para o viés de curto prazo que prevalece na economia como um todo e para a volatilidade dos mercados financeiros.

TABELA 23
Estados Unidos: Participação nos Ativos Financeiros,
Por Tipo de Instituição
(Anos Selecionados Entre 1966 e 1992)⁽¹⁾

DISCRIMINAÇÃO	1966	1972	1978	1984	1989	1992 ⁽¹⁾
Bancos Comerciais ⁽²⁾	37,3	37,7	37,4	32,9	29,3	26,6
Instituições de Poupança ⁽³⁾	20,9	20,4	22,4	19,9	15,6	10,1
Seguradoras (menos reservas de pensão)	17,6	14,7	12,2	9,5	10,3	9,5
Contas de Pensão junto às Seguradoras	3,0	3,0	3,7	5,1	6,4	7,0
Fundos de Pensão Privados ⁽⁴⁾	7,8	9,4	11,8	13,6	13,9	16,8
Fundos de Pensão Públicos ⁽⁵⁾	3,9	5,0	4,7	5,5	6,7	7,1
Companhias Financeiras	4,8	4,6	4,9	5,7	6,5	5,9
Fundos Mútuos ⁽⁶⁾	3,6	3,4	1,7	5,7	9,0	11,7
Real Estate	-	0,6	0,1	0,1	0,1	0,1
Corretoras de Valores	1,1	1,3	1,0	1,8	2,1	5,2
TOTAL ⁽⁷⁾	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
ATIVOS TOTAIS (US\$ BILHÕES)	974	1.759	3.262	6.472	11.031	13.426

Fonte: Barber & Ghilarducci (1993:297/198).

Notas: (1) Dados do terceiro trimestre de 1992. *** (2) Bancos domésticos e suas holdings companies, dependências de bancos estrangeiros nos Estados Unidos, dependências externas de bancos norte-americanos. *** (3) Associação de Poupança e Empréstimos (S&L), Bancos mútuos de Poupança e Uniões de Crédito. *** (4) Inclui o fundo de pensão dos servidores públicos federais. *** (5) Fundos de pensão dos servidores públicos dos estados, dos condados e dos municípios. *** (6) Inclui os fundos mútuos de money market e as companhias de investimentos do tipo “open-ended”. *** (7) O total pode diferir de 100% devido ao arredondamento.

²¹ Esta seção foi elaborada a partir de: Aglietta (1995), Guttmann (1994), Barber & Ghilarducci (1993), Minsky (1992), Warhaswy (1988).

O comportamento dos fundos de pensão e seus administradores externos, enquanto aplicadores nos mercados financeiros e em particular no mercado acionário, difere radicalmente do comportamento tradicional dos investidores individuais, dos bancos e das empresas não-financeiras que detêm grandes blocos de ações.

Os incentivos para os fundos e demais investidores institucionais engajarem-se na administração das empresas das quais são acionistas são bastante reduzidos, já que o principal objetivo de um investidor institucional é obter bons resultados financeiros, e não o de envolver-se ativamente na gestão das empresas. Na busca de bons resultados financeiros, os administradores dos fundos reavaliam periodicamente a alocação de seus ativos e ajustam-na em sintonia com as condições esperadas dos mercados. A performance dos investimentos em ações é, em geral, avaliada por comparação com um *benchmark index*. Na maioria dos casos, os fundos de pensão não têm o mínimo interesse nos negócios das empresas das quais são investidores nominais.

Assim, embora os fundos norte-americanos tenham-se tornado importantes acionistas, eles não se comportam como proprietários. O Departamento do Trabalho, por intermédio do ERISA, exige que fundos de pensão privados assumam a responsabilidade fiduciária pelo uso de seus direitos de voto, ou melhor, pelo efeito das decisões tomadas no Conselho de Administração das empresas, das quais eles são acionistas, sobre os ativos do plano de aposentadoria. Em particular, os patrocinadores dos planos de pensão e os administradores dos recursos dos fundos são obrigados a fixar diretrizes para os votos a serem pronunciados em seus nomes e a manter registro da votação. Mas o desenvolvimento de uma verdadeira indústria de serviços de *proxy voting* tem permitido que os fundos atendam inteiramente os requisitos do ERISA sem, no entanto, dispensar uma atenção detalhada às questões relativas ao controle e monitoramento das atividades das empresas (OECD, 1995b).

A maciça presença dos fundos de pensão e de outros investidores institucionais tem provocado expressiva mudança no mercado acionário. Em particular, o ritmo das transações em bolsa disparou como resultado da crescente participação desses investidores, a qual passou de 8% para 60% entre 1960 e 1990. Nesse mesmo período houve significativa queda do prazo médio de conservação das ações em carteira, que de sete anos no início dos anos 60 caiu para menos de dois anos no início dos 90 e continua reduzindo-se.

Como comprovam os dados apresentados por Barber & Ghilarducci (1993:297), em média os fundos e os demais investidores institucionais vendem 40% de seus estoques de ações dentro de um ano após a compra. O crescente e rápido *turnover* das ações tem profundas implicações, além do desempenho desses investidores: esse comportamento cria uma dinâmica que é em si mesma um ciclo vicioso, com efeito perverso sobre as perspectivas de investimento de longo prazo das instituições.

Os fundos de pensão norte-americanos são também o motor por detrás do desenvolvimento e expansão das operações de opções, de futuros com índices de ações e de vários outros instrumentos financeiros sintéticos ou derivativos, os quais permitem reduzir os custos e os riscos de suas várias estratégias de investimento (Warhaswy, 1988). Além de participarem ativamente dos mercados de futuros e opções, os administradores dos fundos de pensão dos Estados Unidos usam rotineiramente técnicas de gestão de portfólio, baseadas em indicadores de desempenho dos principais mercados financeiros, que contribuem para aumentar a volatilidade dos mercados financeiros. Uma dessas técnicas é a "imunização", que assegura que o desempenho do portfólio de ações ou bônus esteja casado com o dos índices dos mercados selecionados, por meio de compras e vendas frequentes de ativos, de modo a adequar o desempenho do portfólio à meta desejada (Besman, 1995).

O uso generalizado desses produtos financeiros sintéticos, que são tecnologias de *trading*, é indicador seguro das considerações especulativas de curto prazo que norteiam suas estratégias de inves-

timento. Como destacado em Barber & Ghilarducci, com a generalização de *securities* sintéticas mesmo o mais passivo dos investidores contribui para a volatilidade do mercado e para o enfoque de curto prazo que prevalece na economia.

Também Aglietta (1995:22-34) considera que a emergência desses novos instrumentos financeiros contribuiu para aumentar a reticência dos investidores institucionais em assumir os riscos de financiar investimentos produtivo de longo prazo, que são o motor do crescimento econômico.

Os reguladores norte-americanos parecem ignorar esse papel que os fundos estão desempenhando nos mercados financeiros crescentemente voláteis, ao mesmo tempo em que desconsideram o potencial para investimento de longo prazo dessas instituições – dado que possuem obrigações de longo prazo, inteiramente previsíveis.

Eles também deixam de reconhecer, como destacado em Barber & Ghilarducci, a dimensão global dos participantes dos fundos de pensão enquanto trabalhadores que necessitam de emprego para acumular renda para a aposentadoria, cidadãos cuja qualidade de vida depende da saúde econômica da comunidade e futuros aposentados que necessitam assegurar-se de que a economia fornecer-lhes-á os bens e serviços que seus planos supostamente garantem. Os recursos dos fundos de pensão precisam ser investidos de um modo a considerar globalmente as necessidades e os interesses dos participantes e não apenas os seus interesses como futuros recebedores de aposentadorias.

Como foi visto no item 2.2, as autoridades norte-americanas conferem inteira liberdade aos fundos de pensão privados no que se refere a suas estratégias de investimento, uma vez que prevalece no país a visão que os mercados financeiros são alocadores perfeitos e eficientes de recursos. De acordo com a teoria subjacente a essa visão, os fundos de pensão são agentes neutros que servem aos interesses dos participantes, buscando exclusivamente o mais alto retorno com o menor risco possível. Na realidade, nem os mercados são perfeitos nem os fundos de pensão são agentes neutros.

A despeito da teoria e do desenvolvimento recente, associados à liberalização financeira e à emergência de novos produtos, mercados e técnicas de gestão de risco, os mercados financeiros não fornecem avaliação adequada dos valores fundamentais das empresas, o que permitiria alocação eficiente do capital na economia. Os investidores financeiros norteiam suas decisões pelo comportamento dos mercados, os quais por sua vez refletem a opinião média da própria comunidade financeira sobre o futuro incerto e estabilidade dos valores fundamentais da economia. A volatilidade dos mercados é a resultante desse processo interativo de formação de expectativas auto-realizadoras.

Os fundos de pensão influenciam o comportamento dos mercados financeiros porque não são, a despeito do que preconizam certos teóricos, agentes econômicos neutros. Eles mobilizam volumes expressivos de recursos cuja alocação não é neutra em seus efeitos sobre o desempenho da economia, tanto no curto como no longo prazo. As aplicações em transferências de direitos de propriedade sobre ativos já existentes não estimulam o crescimento, ao contrário dos recursos aplicados no financiamento do investimento produtivo.

Os administradores dos fundos de pensão norte-americanos têm-se comportado fundamentalmente como investidores em busca de altos rendimentos correntes, e não investidores que buscam retornos sustentados para investimentos estáveis. Mesmo que os trabalhadores ativos e aposentados, os proprietários dos recursos dos fundos, tenham uma visão de longo prazo, para os *money managers* interessa antes de tudo um bom desempenho dos investimentos no curto prazo, pois é disso que depende a manutenção do seus empregos e as vultosas comissões que recebem. Como destaca Minsky (1992:32), os administradores dos fundos de pensão operam presumivelmente no interesse dos participantes, que são os proprietários ou beneficiários dos recursos, mas eles também agem em seu próprio interesse. Pressionados pela concorrência, tendem a gerir de forma cada vez mais ativa

os recursos que lhes são confiados, reestruturando rapidamente os portfólios quando se modificam as expectativas sobre o comportamento esperado dos preços dos diferentes ativos.

Segundo Barber & Ghilarducci, o consultor financeiro independente é o mais importante ator individual entre os *money managers* que atuam no segmento dos fundos de pensão. Do total dos ativos dos fundos de pensão norte-americanos administrados externamente, cerca de 50% estão sob responsabilidade dos consultores independentes, os outros 50% são geridos pelos departamentos de *trust* dos bancos e pelas seguradoras, com 25% cada.

A grande maioria dos fundos, independentemente do tamanho, utiliza os serviços desse tipo de profissional em diferentes áreas. No final de cada trimestre ocorre um verdadeiro *sweepstake* entre os gestores de patrimônio, que lutam pelos bilhões de dólares em comissões pagas pelos fundos de pensão. Com esse propósito eles utilizam diversas técnicas de reestruturação dos portfólios, para mostrar desempenho superior.

Também Minsky (1992:32) chama a atenção para o fato de que os administradores dos fundos de pensão (e também dos fundos mútuos) têm deixado de lado a gestão ortodoxa dos portfólios, que privilegiava os bônus e as ações de excelente qualidade, para dedicarem-se a mercados de instrumentos especializados, tais como ativos securitizados e bônus de baixa qualidade e rendimento elevado (*junks bonds*). Além disso, os fundos desempenharam papel central na emergência das operações de *leveraged buyouts*.²² Atuando em conjunto com *corporate raiders*, os fundos norte-americanos estiveram por trás das ondas de *take-over* hostis que varreram os Estados Unidos ao longo dos anos 80 e início dos 90.

Na leitura atenta dos artigos publicados na revista *Institutional Investor* é possível encontrar inúmeros exemplos de que os fundos estão em busca de altos retornos correntes, mesmo que isso implique assunção de riscos elevados. Nem mesmo a ocorrência recentemente de alguns desastres nos investimentos dos recursos de alguns fundos, – Orange County, Baring – provocaram sua fuga dos ativos de alto risco, embora tenha ocorrido uma reavaliação das estratégias de investimentos, especialmente daquelas envolvendo derivativos, *mortgage securities*, mercados emergentes e *hedge funds*, fundos altamente especulativos que de *hedge* só têm o nome.

Alguns *money managers* têm voltado a utilizar técnicas passivas de gestão dos ativos, como a conhecida como *dedication*, que envolve a compra de bônus, conservados em carteira até o vencimento, cuja maturação e cupons coincidem exatamente com a natureza de suas obrigações; ou técnicas do tipo *core index*, que envolvem a constituição de portfólio relativamente estático, a partir da aquisição de ações das principais empresas que compõem o índice do mercado acionário escolhido.

A busca desenfreada de rentabilidade no curto prazo pode ter conseqüência adversa sobre a formação bruta de capital. Alguns estudos alertam para o fato de que, com o viés de curto prazo que impera nos mercados financeiros, as empresas norte-americanas estariam deixando de realizar investimentos de longo prazo, pois esses acarretariam diminuição dos dividendos pagos aos acionistas e conseqüente queda dos preços das ações nas bolsas. Adotando também um horizonte de curto prazo na decisão de investimentos, as empresas evitam queda no preço das ações e afastam as ameaças de *take-over*.

²² As operações de *leveraged buyout* referem-se à aquisição de empresas mediante compra de grande lote das ações transacionadas em bolsas por investidores, que obtêm financiamento para alavancar tal transação. Em geral, os ativos da empresa que é o alvo da aquisição são usados como lastro pelos investidores para levantar os recursos necessários à operação, os quais serão reembolsados com as receitas da empresa a ser adquirida. Sobre o papel desempenhado pelos fundos na emergência das operações nos Estados Unidos, ver: BIS (1987).

Essa preferência pelo curto prazo e pela liquidez, ao dificultar o financiamento dos investimentos de longo prazo – em particular daqueles associados à geração de progresso técnico, que oferecem alta mas incerta rentabilidade potencial –, pode acarretar perda de competitividade para as empresas norte-americanas e comprometer o crescimento da economia no longo prazo, como alerta Porter (1992, *apud* Barber & Ghilarducci, 1993). Também Aglietta (1996:18) ressalta para a ocorrência concomitante da queda das despesas das empresas norte-americanas com pesquisa e desenvolvimento e da obsessão pelo rendimento de curto prazo que prevalece nos mercados de ativos financeiros, nos quais os investidores institucionais são os atores dominantes.²³

De igual modo, Guttman (1994) alerta para o fato da sociedade norte-americana ter-se transformado em um cassino, com os investidores apostando alto em transações financeiras de alto risco, consideradas o caminho mais curto para a obtenção de riqueza. Segundo esse autor, a multiplicação de transações financeiras tem desviado recursos das empresas produtivas, pois muito embora as transações com *securites* tenham crescido de maneira explosiva, o investimento na atividade industrial permanece relativamente estagnado e a produtividade vem crescendo vagarosamente.

No caso norte-americano, existe clara contradição entre o horizonte do curto prazo dos fundos de pensão, expresso em monitoramento semanal ou mensal e busca de retorno de curto prazo pelos administradores, e a longa maturação das obrigações dos fundos. A forma como seus recursos estão sendo investidos tem efeitos adversos sobre as perspectivas de crescimento da economia doméstica e, por consequência, sobre o futuro dos próprios participantes e beneficiários dos fundos. Como destacam Baber & Ghilarducci (1993), a sociedade norte-americana pode e deve exigir mais dos investimentos dos fundos de pensão, dado que muitos deles não existiriam sem o tratamento fiscal favorável.

Na opinião desses autores, cabe às políticas públicas definir metas para as práticas de investimento dos fundos e sua função apropriada no mercado de capitais nacional. A ação estatal poder-se-ia dar tanto via regulamentação das práticas de investimento dos fundos como por intermédio do código tributário, com a adoção de alíquotas de Imposto de Renda sobre o ganho de capital diferenciadas conforme o prazo de retenção dos ativos em carteira. Os ganhos de capital sobre ativos conservados em carteira por mais de cinco anos seriam isentos e os ganhos com ativos conservados por menos de um ano seriam taxados com a alíquota mais alta.

Os investimentos dos fundos de pensão podem ser ao mesmo tempo rentáveis e úteis para a revitalização da economia, como comprovam alguns exemplos que resultaram da ação dos governos estaduais para promover o financiamento de projetos de investimentos prioritários (*economically target investment*, ETI).

Uma das iniciativas pioneiras foi a do governo da Califórnia que, no início dos anos 80, criou a *Pension Investment Unit* para atuar como intermediária na estruturação dos financiamentos para os investimentos imobiliários. Essa entidade procurava intermediar projetos que atendessem tanto ao objetivo da política pública de neutralizar a especulação imobiliária como aos fundos de pensão, cujos recursos investidos deveriam ser remunerados à taxa de mercado.

O sucesso da experiência californiana inspirou a criação do *Industrial Cooperation Council* no Estado de Nova Iorque, que procura promover projetos de investimentos de longo prazo em setores prioritários.

Os fundos de pensão públicos patrocinados pelos governos locais e estaduais têm participado ativamente do financiamento dos investimentos do tipo ETI. Os fundos de pensão da cidade de Nova

²³ De acordo com os dados da OCDE sobre ciência e tecnologia compilados por Aglietta, a taxa de crescimento anual médio das despesas com P&D das empresas norte-americanas caiu de 8,6% no período 1981-85 para 1,3% em 1985-89 e para -0,8% no período 1989-92.

Iorque, por exemplo, investiram US\$ 850 milhões no financiamento de projetos dessa natureza, com retorno médio de 13%, superior aos 9,9% de rentabilidade obtida nas carteiras de títulos de renda fixa, os quais possuem um perfil de risco semelhante (Cf. O'Cleireacain, 1992 *apud* Barber & Ghilarducci, 1993).

4.2 A Ação Estatal na Promoção do Investimento de Longo Prazo

A experiência norte-americana recente revela que os fundos de pensão, como investidores institucionais, não estão desempenhando o papel que deles era esperado, em função da natureza previsível e estável de suas obrigações, de contra-arrestar o viés especulativo de curto prazo que impera nos mercados financeiros. Agindo de acordo com a lógica do mercado e sendo dela um agente determinante, os fundos estão contribuindo para amplificar a instabilidade dos mercados financeiros e por consequência a incerteza no cálculo capitalista.

O Estado pode atuar no sentido de criar condições para que os recursos dos fundos de pensão sejam alocados de modo mais produtivo para a sociedade, financiando o investimento de longo prazo no setor produtivo e em infra-estrutura econômica, que são geradores de emprego e riqueza social.

No caso do Brasil, onde o mercado de capitais é pouco desenvolvido e o sistema financeiro privado jamais se envolveu na concessão de crédito de longo prazo (exceto como repassador de capital de empréstimo externo ou de recursos das agências oficiais de fomento), uma das ações possíveis para o poder público poderia ser a criação de instrumentos financeiros voltados para o financiamento dos investimentos de longo prazo, que oferecendo um retorno adequado, estimulem e viabilizem a participação dos fundos de pensão.

Uma proposta nesse sentido foi desenvolvida em 1992 pelo grupo de trabalho constituído pela Secretaria de Desenvolvimento do Estado de São Paulo para estudar o potencial dos fundos de pensão para o financiamento do longo prazo (SCTDE, 1992).

A idéia básica é a criação de um título de longo prazo a ser emitido pelas instituições financeiras, que os venderiam aos fundos de pensão e repassariam os recursos às empresas de acordo com os critérios normais de concessão de crédito. Os financiamentos seriam oferecidos a taxa de juros de 12% a.a. + TR, com prazo de carência de três anos. Descontada a comissão dos bancos, que seria da ordem de 2%, os fundos de pensão obteriam remuneração de 10% a.a. acima da TR, o que estaria de acordo com a rentabilidade atuarial exigida aos fundos.

Uma outra alternativa para estimular o envolvimento dos fundos de pensão no financiamento de longo prazo passa pela modificação da regulamentação vigente. No contexto de adoção de uma política financeira ampla, voltada para estimular o desenvolvimento econômico e social do país, poderia induzir, seja mediante tributação ou limites mais reduzidos para certos tipos de investimento, a priorização da aplicação de recursos dos fundos de pensão em setores específicos. É claro que de modo algum pode ser desconsiderada a necessidade de remunerar adequadamente os investimentos dos fundos.

Por meio de suas agências de fomento, o governo pode também desempenhar papel central na divulgação dos projetos de investimento de longo prazo junto aos administradores dos fundos de pensão e na articulação dos investidores potenciais, a exemplo da *Pension Investment Unit da Califórnia* e do *Industrial Cooperation Council* do Estado de Nova Iorque.

O anúncio recente, pela BNDESPAR (empresa de participações do BNDES), do desenvolvimento de um fundo de investimento em empresa emergente (FINEE) é um exemplo de outra iniciativa que o poder público, diretamente ou por intermédio de suas agências de fomento, pode realizar no sentido

de atrair recursos dos fundos de pensão para o financiamento de longo prazo de empresas com grande potencial de crescimento e elevada rentabilidade.

O fundo de investimento em empresas emergentes da BNDESPAR tem patrimônio de R\$ 25 milhões, que será aplicado na formação de uma carteira de participação em oito ou dez empresas, mediante compra de ações ou debêntures conversíveis em ações limitada a 30% do capital de cada empresa. A administração do fundo será repassada ao mercado por meio da venda de cotas. A aquisição de cotas do FINEE facilita a participação dos fundos de pensão em empresas emergentes, dado que essas instituições não estão autorizadas a investir em companhias de capital fechado. As empresas que farão parte do FINEE, além de faturamento anual inferior a R\$ 30 milhões no último exercício, deverão possuir vantagens competitivas que lhes proporcionem rápido crescimento, elevada rentabilidade e perspectiva de abertura de capital (Louven, 1996:B3).

Além de constituir o seu próprio fundo, a BNDESPAR está auxiliando a montagem de outros fundos de investimento de empresas emergentes regionais ou estaduais, mediante elaboração do estatuto, subscrição de cotas e participação no conselho de investimentos. A primeira iniciativa nesse sentido é a formação de um fundo patrocinado pela Federação das Indústrias do Estado de Santa Catarina e pelo Banco Fator, com patrimônio de R\$ 30 milhões. Já anunciaram a intenção de adquirir cotas do fundo catarinense a PREVI e os fundos de pensão da Companhia de Energia de Santa Catarina e da FIESC. Um outro FINEE deverá ser criado no Rio Grande do Sul, por iniciativa da Associação de Desenvolvimento do estado e do Banco Primus, com participação da BNDESPAR (Caparelli, 1996:B1).

Ações semelhantes podem ser implementadas para promover o investimento em projetos de infra-estrutura econômica, preocupação central desse estudo. As estimativas situam em US\$ 59 bilhões os recursos necessários para viabilizar, no período 1995 a 1999, os investimentos previstos nos setores de energia, telecomunicação, transporte e saneamento (ver tabela 24).

TABELA 24
Necessidade de Investimento em Infra-Estrutura
(1996-99)(1)

SETOR	VALOR TOTAL	VALOR ATUAL	NECESSIDADE
Energia Elétrica	23,8	11,8	12,0
Telecomunicação	18,2	9,2	9,0
Transporte	33,0	10,0	15,0
Saneamento	25,0	10,0	15

Fonte: Reis (1996).

Nota: (1) Estimativas: BNDES, IPEA, Atlântica CCVN.

As reformas institucionais em curso, as quais buscam entre outros objetivos recuperar a capacidade de gasto do estado, dificilmente conseguirão gerar recursos em volume suficiente para viabilizar investimentos públicos na magnitude necessária para a recuperação e modernização dos setores de infra-estrutura econômica. Embora sejam de longa maturação e apresentem elevado grau de risco na fase de construção, os projetos de infra-estrutura em operação têm baixo risco, retorno elevado e sobretudo, fluxo de caixa estável (Cf. Ferreira, 1995).

Também o BNDES, contando apenas com recursos do FAT e do Tesouro, não será capaz de financiar todos os investimentos necessários em infra-estrutura sem buscar novas fontes de recursos. Pinheiro (1994 e 1996) considera que por meio de parceria com os fundos de pensão o BNDES pode-

ria ampliar de modo considerável seu volume de recursos, uma vez que essas instituições contam com fluxos expressivos de receita regular.

Essa parceria BNDES-fundos de pensão poderia, segundo o autor, assumir diferentes formas. Uma alternativa seria a aquisição pelos fundos de títulos de longo prazo emitidos pelo BNDES. Esses títulos poderiam conter cláusulas de desempenho ou garantia de participação na receita do projeto.

Outra possibilidade seria o estabelecimento de um contrato coletivo, de adesão voluntária e de longo prazo, entre o Banco e os fundos, que se comprometeriam a realizar aportes periódicos de recursos mediante aquisição de títulos do BNDES. Do ponto de vista do Banco, a principal vantagem desse tipo de contrato seria a garantia de fluxo constante de recursos a custo estável. Os fundos de pensão, por sua vez, reduziriam o risco associado às aplicações de recursos e contariam com um retorno fixo com baixo custo administrativo.

Ainda outra forma de parceria idealizada por Pinheiro é o co-financiamento de projetos. O Banco, com sua *expertise* na avaliação de projetos, forneceria aos fundos um certificado da qualidade dos empreendimentos, reduzindo o risco percebido pelos fundos.

As inovações associadas a engenharia financeira, tais como *project finance*, *mezzanine finance* e o desenvolvimento de parcerias público-privadas também abrem inúmeras possibilidades para os fundos de pensão comprometerem-se com os investimentos de longo prazo requeridos para a modernização do setor de infra-estrutura no Brasil. Por intermédio desses mecanismos os fundos podem financiar o longo prazo, sem descumprir suas responsabilidades e obrigações fiduciárias de obter retornos adequados e garantir o equilíbrio atuarial dos planos de pensão. Estimativas realizadas por Pinheiro (1994) indicam que os fundos de pensão poderiam obter rendimentos reais da ordem de 17% a.a. investindo em projetos de infra-estrutura, via fundos de empréstimos e-ou participações. A rentabilidade esperada nesse tipo de investimento superaria largamente o retorno médio de 8% a.a. de suas carteiras obtido nos últimos dez anos.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ABRAPP. *Investimentos em Infra-estrutura*. Seminário realizado pela ABRAPP no Rio de Janeiro, 6 e 7 de maio de 1996.
- _____. *Informações gerais*.— São Paulo: ABRAPP, mar. 1996.
- ACUNA, Rodrigo e IGLESIAS, Augusto. *Chile: experiência com un régimen de capitalización 1981-1991*.— Santiago do Chile: CEPAL/PNUD, oct. 1991. (Proyecto Regional Políticas Financieras para el Desarrollo)
- AGLIETTA, Michel. *Macro-économie financière*.— Paris: Editions La Découverte, 1995.
- ALMEIDA, Júlio S. G. De. *Crise econômica e reestruturação de empresas e bancos nos anos 80*. 1994. Tese de Doutorado, Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, mimeo
- AMERICA'S. America's largest overseas investors. *Institutional Investor*, p.83-86, July 1995.
- BARBER, R. e GHILARUCCI. Pension funds, capital markets and economic future. In: DYMSKI, EPSTEIN e POLLIN (eds.) *Transforming the U.S. financial system: equity and efficiency for the 21st century*.— Armonk, N. Y.: M. E. Sharp, 1993.
- BAUTZER, Tatiana. Fundo de pensão pode ter seguro. *Gazeta Mercantil*, p.B-1, 25 e 26/05/1996
- BESMAN, Miriam. Far from home. *Institutional Investor*, p.45-49, Apr. 1996.
- _____. How pension officers tame risk. *Institutional Investor*, p.111-120, May 1995.
- BIS. *57th Annual Report*.— Basle: Bank for International Settlements, jun.1987.
- _____. *62nd Annual Report*.— Basle: Bank for International Settlements, jun.1992.
- BODIE, Zvi e SHOVEN, John (orgs.) *Financial aspects of the United States pension system*.— Chicago: Chicago University Press, 1983.
- BRADY, S. Why equities will dominate the 1990's. *Euromoney*, July 1993.
- BURCHILL, Andrew. Can ABP cope with freedom? *Institutional Investor*, p.50-58, May 1996.
- _____. Pension management: the quiet revolution. *Institutional Investor*, p.29-32, Sept. 1995.
- CAPARELLI, Estela. BNDESpar desenvolve o fundo emergente regional. *Gazeta Mercantil*, p.B-1, 18/07/1996.
- COWARD, Laurence. Pension fund portfolio management in Canada. In: HANNAH (ed.). *Pension assets management: an international perspective*.— Homewood, IL.: Richard D. Irwin Inc., 1988. chap.5, p.95-122.
- DAVIS, E. P. *Financial market activity of life insurance companies and pension funds*.— Basle: Bank for International Settlements, jan. 1988. (BIS Economic Papers, n.21)
- DOUGALL, Herbert e GAUMNITZ, Jack. *Capital markets and institutions*. 5th edition.— Englewood Cliffs: Prentice-Hall, 1986.
- DRUCKER, Peter. *A revolução invisível: como o socialismo fundo de pensão invadiu os Estados Unidos*.— São Paulo: Novos Ubrais, 1977.
- EUROPEAN. *European pension survey*.— London: Euromoney Publication PLC, 1992.

- EUROPEAN COMMISSION. *Supplementary pensions in the European Union: development, trends and outstanding issues.*— Brussels: European Commission, 1994.
- FERREIRA, Carlos Kawall L. *O financiamento da indústria e infra-estrutura no Brasil: crédito de longo prazo e mercados de capitais.*— Campinas: 1995. Tese de Doutorado apresentada ao IE/UNICAMP.
- FERREIRA, Carlos K. L. e FREITAS, M. C. P. *Mercado internacional de crédito e inovações financeiras.*— São Paulo: IESP/FUNDAP, 1990. (Estudos de Economia do Setor Público, n.1)
- FOLKERTS-LANDAU e ITO *International capital markets: developments, prospects and policy issues.*— Washington, D.C.: International Monetary Fund, Aug. 1995. (World Economic and Financial Survey)
- FREITAS, Maria Cristina P. de. *A experiência internacional de fundos de pensão.*— São Paulo: SCTDE, mar. 1992. mimeo
- FUNDAP. Empresas estatais. *Indicadores IESP*, São Paulo, FUNDAP/IESP, v.4, n.42, jul. 1995.
- _____. Empresas estatais. *Indicadores IESP*, São Paulo, FUNDAP/IESP, v.1, n.10, nov. 1992.
- GAZETA MERCANTIL. *Fundos de pensão.* Relatório Gazeta Mercantil. 1994.
- _____. *Formação, manutenção e administração dos fundos de pensão.* Relatório Gazeta Mercantil.— São Paulo: 29 e 31/05/1993.
- GAZZONI, Antônio F. *Os aspectos regulatórios e a atuação dos fundos de pensão como investidores.* Palestra proferida no Seminário “Fundos de Pensão — negócios e investimentos”, organizado pelo Institute for International Research em São Paulo, nos dias 6 e 7 de março de 1996.
- GUTTMANN, Robert. *How credit-money shapes the economy: The United States in a global system.*— Armonk, New York: M.E. Sharpe, 1994.
- HANNAH, Leslie. International perspectives on competition and regulatory change on pension assets managements. In: HANNAH (ed.) *Pension assets management: an international perspective.*— Homewood, IL.: Richard D. Irwin Inc., 1988. chap.1, p.1-13.
- KENDELL, Jonathan. The Chilean model II? *Institutional Investor*, p.141-150, Oct. 1995. International Edition.
- LOO, Peter van. Portfolio management of Dutch pension funds. In: HANNAN (ed.) *Pension assets management: an international perspective.*— Homewood, IL.: Richard D. Irwin Inc., 1988. chap 2, p.15-49.
- LOPEZ, Juan M. C. *Sistemas complementários de seguridad social: el sistema de ahorro para el retiro en Mexico.* Exposição apresentada no Seminário sobre Regimes Complementários, organizada pela Associação Internacional da Seguridad Social, Salvador, de 3 a 5 de novembro de 1993.
- LOUVEN, Mariza. Fundo para empresas emergentes. *Gazeta Mercantil*, p.B-3, 10 e 11/08/1996.
- LOVE, Douglas. U.S. pension fund asset management.. In: HANNAN (ed.) *Pension assets management: an international perspective.*— Homewood, IL.: Richard D. Irwin Inc., 1988. chap.3, p.51-68.
- MINSKY, Hyman. *Reconstituting the United States' financial structure: some fundamental issues.*— New York: The Jerome Levy Economics Institute, Jan. 1992. (Working Paper, n.69)

- MOORE, Philip. Funds lead the way. In: MOORE e CAIRNS. *Investing in German securities*.— London: Euromoney Publishers, sept. 1990. p.18 e 23 Special Supplement.
- MORRIS, Nicholas. Competition, regulation, and deregulation in pension fund portfolio management: the case of the United Kingdom. In: HANNAN (ed.) *Pension assets management: an international perspective*.— Homewood, IL.: Richard D. Irwin Inc., 1988. chap. 4, p.69-94.
- O'CLEIREACAIN, Carol. Prepared remark for the Center for Policy Alternatives Conference on ETI's, Washington, December 7, 1992. apud BARBER e GHILARDUCCI. 1993.
- OECD. Venture capital in OECD countries. *Financial Market Trends*, Paris, OECD, n.63, p.15-39, Feb. 1996.
- _____. Privatisation and capital market in OECD countries. *Financial Market Trends*, Paris, OECD, n.60, p.13-29, Feb. 1995a.
- _____. Financial markets and corporate governance. *Financial Market Trends*, Paris, OECD, n.62, p.13-35, Nov. 1995b.
- OLIVEIRA, Francisco B. De. *Reforma da previdência na Argentina*.— Rio de Janeiro: Instituto Atlântico, ago. 1995. mimeo
- PERES, L. e MARQUEZ, N. Novo modelo de gestão. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, p. B-1, 25 e 26/05/1996.
- PINHEIRO, Armando C. O setor privado na infra-estrutura brasileira. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v.3, n.5, p.87-103, dez.1996.
- _____. Os fundos de pensão e o financiamento do desenvolvimento. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v.1, n.2, p.47-76, dez.1994.
- PONS, Patricio Arrau Fondos de pensiones y desarrollo del mercado de capitales en Chile: 1980-1993. *Conjuntura Social*, MPAS, v.6, n.7, p.29-54, jul. 1995.
- PORTER, Michel. *Capital choices: changing the way America invests in its industry*.— Washington, D.C.: Council on Competitiveness, 1992. apud BARBER, R. e GHILARDUCCI. 1993.
- PORTOCARRERO, Hélio. *A previdência privada no Brasil*.— Rio de Janeiro: Centro de Estudos de Políticas Públicas, 1993. mimeo
- PORTOCARRERO, Hélio *et alii* Regimes complementares de Previdência. In: MPAS/CEPAL *A previdência social e a revisão constitucional: pesquisas*.— Brasília, D.F.: Ministério da Previdência Social, 1993. vol.2, p.267-349.
- REIS, José Valdir Ribeiro dos. *Os fundos de pensão e a retomada do desenvolvimento sócio-econômico brasileiro*. 1996. Palestra proferida no Seminário "Fundos de Pensão - negócios e investimentos", organizado pelo Institute for International Research em São Paulo, nos dias 6 e 7 de março de 1996.
- SCTDE. *Estudo para a operacionalização do programa de utilização dos recursos dos fundos de pensão como fonte de financiamento: relatório final*.— São Paulo: Secretaria de Ciência, Tecnologia e Desenvolvimento Econômico, 1992. mimeo
- SMITH, Charles. Opportunity knocks in Japan. *Institutional Investor*, p.25-27, Apr. 1996.
- SPC. *Boletim Estatístico*, Brasília, MPAS/SPC, Jul. 1996.
- SUZUKI, Y. *The Japanese financial system*.— Oxford: Clarendon Press, 1987.

- TEREDA, Noburu . Pension fund portfolio management in Japan. *In: HANNAN (ed.) Pension assets management: an international perspective.*— Homewood, IL.: Richard D. Irwin Inc., 1988. chap 7, p.161-178.
- TONETO Jr., Rudinei. *O desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil como alternativa para o financiamento de longo prazo: as fontes de recursos.*— São Paulo: FUNDAP/IESP, 1994. (Relatório de Pesquisa) mimeo
- _____. *Investidores institucionais: fundos de pensão.*— São Paulo: FUNDAP/IESP, 1993. Relatório parcial de pesquisa. mimeo
- VÁSQUEZ, Gloria Torres. *Los fondos de pension y el cambio estructural en Chile.* 1993. Palestra proferida no Seminário "Fundos de Pensão - negócios e investimentos", organizado pelo Institute for International Research em São Paulo, nos dias 6 e 7 de março de 1996.
- WARSHASWY, Mark. Pension plans: funding assets, and regulatory environment. *Federal Reserve Bulletin*, v.74, n.11, p.717-730, Nov. 1988.
- WORLD BANK. *Brazil social insurance and private pensions.*— Washington, D.C.: World Bank, Dec. 1993.
- YAMASHITA. T. *Japan's securities markets: a practitioner's guide.*— Singapore: Butterworths, 1989.

Tarifas das Utilities em um Contexto de Liberalização/Privatização

*Thompson A. Andrade**

* Professor da Faculdade de Ciências Econômicas da UERJ.
Este trabalho foi elaborado no âmbito do Convênio IPEA/BNDES.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	105
2. A RENTABILIDADE FINANCEIRA DAS EMPRESAS	106
3. A TARIFAÇÃO ÓTIMA DAS UTILITIES	107
4. A TARIFA COMO INSTRUMENTO REDISTRIBUIDOR DE RENDA	110
5. A TARIFA COMO SINALIZADORA DA ESCASSEZ RELATIVA	112
6. REGULAMENTAÇÃO TARIFÁRIA PARA AS UTILITES	114
6.1 As Tarifas Determinadas pela Regulamentação da Taxa de Retorno	115
6.2 As Tarifas Determinadas pela Regulamentação <i>Price Cap</i>	116
7. REGULAMENTAÇÃO OU O USO DAS FORÇAS DE MERCADO	119
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	124

1. INTRODUÇÃO

O objetivo deste trabalho é examinar como a tarifação dos serviços prestados pelas *utilities* deve ser compreendida pelo governo, no contexto da reestruturação ora em marcha no setor – reestruturação que implica que as empresas prestadoras desses serviços dependam menos do uso de recursos públicos e que o setor privado tenha uma maior participação nessas atividades.

Seu pressuposto é que, no bojo dessa reestruturação, as tarifas recuperem as cinco principais funções que delas geralmente se esperam, quais sejam:

- i) cobrir os custos de produção dos serviços;
- ii) gerar os recursos financeiros para a expansão da rede de serviços;
- iii) sinalizar para o consumidor a escassez relativa da oferta;
- iv) remunerar o capital utilizado na produção; e
- v) ser instrumento da política social do governo.

No que concerne às funções mencionadas nos itens *i* e *ii*, o que se pretende é que as tarifas sejam capazes de pagar os custos totais dos insumos utilizados na produção e gerar superávits a serem empregados no aumento da oferta de serviços como energia elétrica, telecomunicações e saneamento, entre outros, eliminando quaisquer subsídios às empresas prestadoras desses serviços.

Existem claras evidências de que as tarifas dos serviços de utilidade pública têm sinalizado erradamente, para os consumidores, os seus verdadeiros custos de produção. Entre outras conseqüências isso tem resultado no financiamento, pelo governo, dos déficits das *utilities* e dos investimentos em expansão dos serviços, sem que as tarifas cubram esses custos.

Na realidade isso significa subsidiar os usuários, permitindo-lhes acesso aos serviços a preço inferior ao que deveria ser pago, tornando possível sua maior utilização e eventualmente implicando desperdício, acarretando ademais a prematura necessidade de ampliação da oferta para fazer face à expansão da demanda agregada.

Assim, o que se objetiva com a sinalização referida no item *iii* é recuperar o valor da tarifa, fazendo com que reflitam os reais custos da prestação dos serviços, para que o consumidor, ao decidir alocar eficientemente seus dispêndios, faça-o tendo em conta não as tarifas artificialmente reduzidas pelo subsídio, mas aquelas condizentes com a realidade.

Outra razão para a possível discrepância entre tarifas e custos de produção é que uma parte dos usuários acaba pagando por um consumo inferior ao previsto, uma vez que as empresas não conseguem medir a real quantidade consumida por cada usuário, usando artifícios tais como cobrar com base em um consumo médio ou estimado.

A tarifa de um serviço público é importante parâmetro para quem deseja investir em sua prestação. Afinal, se essa for a principal fonte de geração de recursos para remunerar os custos de produção e expandir os sistemas - como se espera da reestruturação institucional e financeira da infraestrutura -, deve-se esperar que a definição da estrutura tarifária seja feita de forma clara, com regras bem estabelecidas e permanentes e fórmulas de reajuste explícitas, para que o cálculo econômico do retorno do empreendimento possa ser feito com um mínimo de risco e incerteza. Isto é particularmente importante no caso de investimentos que possam ser feitos via *project finance*, uma forma de organização que reúne agentes financeiros, promotores, operadores e construtores com o propósito de materializar um empreendimento, como por exemplo a prestação de um serviço público.

Nesse caso, as receitas geradas pela prestação do serviço constituem importante parte da composição do capital a ser empregado no empreendimento, afetando-lhe decisivamente, por definir a maior ou menor necessidade de recursos financeiros complementares. Assim, a definição tarifária e a conseqüente receita que gera importam decisivamente na determinação da viabilidade do empreendimento e na sua capacidade de remunerar adequadamente os agentes econômicos nele envolvidos.

Essa é a preocupação que preside o item *iv* principalmente em função da perspectiva de que o *project finance* venha a constituir-se em importante forma de reunir os enormes capitais requeridos para a expansão da infra-estrutura de serviços no Brasil.

Finalmente, é lembrado no item *v* que as tarifas de alguns serviços públicos têm sido utilizadas pelo governo como instrumento de redistribuição de renda real, mediante subsídio ao consumo dos usuários de menor renda. Há indícios de que é necessário rever essa prática, para que o objetivo de favorecer os mais pobres seja alcançado sem oferecer benefícios a quem deles não necessita. Há que se discutir como tal subsídio será concedido, caso se decida por sua preservação, quando o serviço for prestado por empresa privada e a benesse puder afetar-lhe significativamente a receita e rentabilidade.

É ainda importante considerar que alguns serviços da infra-estrutura são prestados na forma de monopólio natural, modalidade na qual o produtor é o único ofertante do serviço, com custo médio decrescente. Em tais mercados é difícil conseguir uma tarifa que maximize o bem-estar dos usuários (tarifa igual a custo marginal), pois com ela a empresa não teria viabilidade financeira. Como esta viabilidade é crucial para a sobrevivência da empresa privada, será necessário equacionar meios de regulamentar o monopólio de maneira a compatibilizá-la com o atendimento ao objetivo de bem-estar dos usuários.

O objetivo deste trabalho, portanto, é discutir todos os aspectos relacionados com a tarifação dos serviços públicos, tendo em conta todas as funções desse importante preço. As seções adiante examinam extensivamente tais aspectos.

2. A RENTABILIDADE FINANCEIRA DAS EMPRESAS

Em geral os serviços de telecomunicações, energia elétrica e saneamento são prestados por empresas públicas, afora as privatizações recentes no setor de energia elétrica e algumas concessões para exploração de serviços de saneamento. No passado essas áreas já estiveram entregues a empresas privadas, geralmente estrangeiras, substituídas por empresas estatais supostamente mais aptas a fazer os investimentos necessários à expansão dos serviços. Na realidade, no passado recente as empresas públicas aumentaram bastante a oferta desses serviços, mobilizando recursos de empréstimos externos, de poupança forçada nacional, de rendas operacionais e de receita tributária.

Parece não haver dúvida quanto à incapacidade da receita operacional de algumas dessas empresas cobrir todas as suas necessidades financeiras, requerendo aportes de recursos públicos para viabilizar o seu funcionamento. No setor de saneamento, por exemplo, conforme levantamento recentemente feito por Brandão dos Reis (1997), algumas das empresas pesquisadas registraram margens operacionais negativas em diversos anos, ou seja, os custos operacionais suplantaram, ano a ano, as receitas operacionais; além disso, suas taxas de rentabilidade foram geralmente baixas.

Um trabalho de Simões Neto (1996), por sua vez, ao analisar aspectos tarifários no setor de energia elétrica, embora nada afirme sobre o resultado das empresas, relata medidas adotadas pelo governo para aumentar as tarifas de forma a colocá-las em níveis compatíveis com a evolução histórica

recente, numa clara indicação de que não estariam gerando receitas suficientes para o desenvolvimento do setor.¹

No caso das telecomunicações as empresas estatais, mesmo recorrendo ao autofinanciamento, sistema no qual o interessado em dispor de linha telefônica compra ações da empresa, financiando o investimento para ampliação da rede, não têm conseguido que a receita operacional cubra suas necessidades de capital. São bastante conhecidas a degradação na qualidade dos serviços telefônicos nos grandes centros urbanos brasileiros e a incapacidade das concessionárias honrarem seus compromissos de instalação das novas linhas contratadas mediante autofinanciamento.

Parte da explicação da perda de importância da receita tarifária desses serviços para manter e melhorar sua qualidade reside na contenção, pelo governo, dos reajustes tarifários, na tentativa de deter o processo inflacionário, sobretudo nas últimas décadas. À perda do valor real das tarifas somou-se a elevação dos custos de produção, inflados por vantagens trabalhistas e contingentes de funcionários considerado acima do requerido, prejudicando a rentabilidade e diminuindo a capacidade de produzir recursos para investir no sistema.

Face à conjuntura atual de dificuldades financeiras do setor público, é difícil supor que possa continuar a suprir os recursos necessários para suplementar as receitas operacionais e permitir novos investimentos nesses setores, pelo menos no volume feito no passado. Além disso, é crescente o sentimento de que o governo precisa concentrar as suas atividades em funções típicas de Estado, deixando à iniciativa privada a implantação e a operação de atividades produtivas, nas quais a intervenção pública somente se justifica para regulamentá-las.

Assim, tanto na hipótese de continuação da prestação dos serviços por meio de empresas estatais ou autarquias públicas como na de administração privada desses serviços, será fundamental que a definição da estrutura tarifária esteja intimamente relacionada à necessidade de gerar resultados operacionais que cubram os custos de produção (no caso estatal) e permitam rentabilidade competitiva (no caso privado), e ainda garanta recursos para expansão dos sistemas (em ambos os casos).

Portanto, as definições tarifárias dessas empresas terão que abandonar o método *ad hoc* que presidiu muitas vezes a determinação desses preços e voltar-se para a maximização do bem-estar dos usuários, mas satisfazendo também ao equilíbrio financeiro da empresa e a um nível mínimo de rentabilidade. O objetivo é fazer com que essas empresas operem com seus próprios recursos, e que transferências orçamentárias por parte do governo só venham a ser feitas em casos de irrecurável necessidade econômica e social.

A determinação de tarifas ótimas a serem cobradas pelas *utilities* depende da demanda e da oferta dos serviços por elas prestados. Portanto, as receitas e os resultados operacionais que podem obter estão associados às características dos demandantes dos serviços, à sua capacidade de pagar por eles e às condições relativas ao custo de produção. As funções custo e demanda são peças-chave na determinação econômica desses preços pelas empresas e para a normalização tarifária pelos órgãos regulamentadores

3. A TARIFICAÇÃO ÓTIMA DAS UTILITIES

O qualificativo "ótimo" sempre requer uma explicação. No contexto aqui referido, a tarifa seria considerada ótima se fosse idêntica ao custo marginal da oferta do serviço. A idéia é de que a receita obtida com a venda de uma unidade do serviço iguale o valor dos recursos que foram empregados

¹ O início da implementação do Plano Real em julho de 1994 estancou o processo de recomposição tarifária.

para produzi-la. Pode-se demonstrar que, se uma empresa produz a quantidade correspondente à igualdade entre tarifa e custo marginal, o bem estar social estará sendo maximizado, numa situação conhecida como *first best*. Portanto o ideal, do ponto de vista econômico, é que as tarifas cobradas aos usuários dos serviços prestados pelas *utilities* correspondam aos respectivos custos marginais de produção.

Por razões diversas, nem sempre será possível que as *utilities* determinem suas tarifas na condição *first best*.² Pode ocorrer, por exemplo, que o objetivo que presidiu a determinação do nível tarifário não tenha sido o de maximização do bem-estar social: se a empresa for privada, provavelmente ela estará interessada em maximização do lucro, o que fará com que produza uma quantidade aquém da ótima; se a empresa for pública e interessada em atingir alguns objetivos de equidade social, suas tarifas desviar-se-ão dos níveis ótimos.

Outra circunstância de divergência entre a tarifa ótima e o custo marginal é o caso anteriormente citado de um monopólio natural, que ocorre em diversos serviços de infra-estrutura, quando é impossível cobrar uma tarifa igual ao custo marginal, posto que o custo médio nesse ponto é superior ao preço que seria recebido dos usuários, levando a empresa à falência. Nesses e em outros casos, o que se busca é determinar preços ou tarifas possíveis, que atinjam determinados objetivos e possivelmente desviem-se o menos possível do *first best*. Essas tarifas, determinadas sob tais condições, são chamadas tarifas *second best*. No caso dos monopólios naturais, tem-se que elevar a tarifa ao nível do custo médio para que a oferta seja financeiramente viável.

As empresas de telecomunicações, de energia elétrica e de saneamento oferecem diversos serviços ou, pelo menos, podem separar o seu mercado em diversos segmentos, de forma que se possa entender que os serviços prestados ao setor residencial, industrial e comercial, por exemplo, são serviços diferentes. Nesses casos, há diferentes combinações possíveis para elevar suas tarifas acima do custo marginal, de maneira a equilibrar receita e despesa. Entre infinitas combinações pode-se demonstrar, como feito por Ramsey (1927), que a que maximiza o bem-estar social é aquela que faz com que o *mark up* seja igual ao inverso da elasticidade-preço da demanda pelo serviço, de forma a que a multiplicação deste *mark up* pela elasticidade seja igual para todos os serviços.³ As tarifas diferenciadas daí derivadas, por isso mesmo, são conhecidas como *Ramsey prices*.

A cobrança de tarifas do tipo *Ramsey prices* resolve o problema da maximização do bem-estar social, condicionada pela sobrevivência financeira dos prestadores dos serviços. Entretanto, tais tarifas podem ser indesejáveis do ponto de vista da distribuição de renda. Recorde-se que, no caso brasileiro, sempre se pensa em usar as tarifas dos serviços públicos com finalidade redistributiva. De acordo com a regra dos *Ramsey prices*, aqueles serviços cujas demandas têm menor elasticidade-preço deveriam ter tarifas maiores, o que ocorreria, por exemplo, com usuários residenciais de menor rendimento, os quais, dispondo de menor número de opções, têm uma demanda pelo serviço menos elástica que as demandas dos usuários melhor aquinhoados. Em outras palavras, por tal critério aos pobres dever-se-iam cobrar tarifas superiores às pagas pelos demais usuários.

Por outro lado, alguns serviços essenciais que, por isso mesmo, têm demanda menos elástica deveriam ser cobrados a tarifas mais elevadas que os serviços supérfluos. Como se vê, a aplicação direta

Ver em Meier (1989, p. 173-174) uma exposição detalhada do problema de se usar *marginal cost pricing* para cobrar por serviços públicos.

³ Na realidade, Ramsey chegou a esse resultado em um outro contexto, na análise da tributação ótima. Mostra-se, entretanto, que no caso da tributação ótima de monopólios naturais a situação é idêntica e o mesmo resultado se aplica. O "mark-up" ótimo do serviço J, definido como $(P_J - CM_J)/P_J$, onde P_J é a tarifa deste serviço e CM_J é o custo marginal de produção da empresa, deve ser igual a $1/\epsilon_J$, onde ϵ_J é a elasticidade-preço da demanda por este serviço.

da regra tarifária de Ramsey produz resultados conflitantes com o objetivo redistributivo e essas tarifas deixam de ser ótimas quando se aplica outro critério, de natureza social. Isso indica que se o enfoque distributivo precisa ser levado em conta, o processo de maximização de bem-estar social que deriva dessas tarifas tem que embutir, explicitamente, restrições distributivas.⁴

As empresas de telecomunicações, energia elétrica e saneamento usam estruturas tarifárias que estabelecem preços diferenciados para os usuários. Na telefonia, por exemplo, a estrutura tarifária de alguns serviços é composta da assinatura mensal fixa e de uma tarifa que incide sobre a quantidade usada do serviço, variando o valor da assinatura e da tarifa para diversos tipos de serviços, e também para o mesmo tipo de serviço em diferentes horários de uso.

No caso da energia elétrica, como exemplificado por Simões Neto (1996, p. 7-17), as tarifas são diferenciadas por níveis de tensão, sendo que tanto na alta quanto na baixa tensão há diferenciação interna, além de outras condições de uso, como o período (seco ou úmido) e o horário (ponta e fora da ponta). No caso da baixa tensão, por exemplo, as tarifas são diferentes segundo classes de usuários, como a residencial-social (com preços crescentes segundo a quantidade usada), a residencial-não-social, a rural e outras.

Nos serviços de saneamento, conforme registra Brandão dos Reis (1997), também existe diferenciação tarifária segundo classes de usuários e, dentro de algumas dessas classes, as tarifas são crescentes para blocos de quantidades crescentes de água consumida.⁵

Como a tarifação ótima determina preços diferenciados, e as empresas prestadoras de serviços de infra-estrutura estabelecem tarifas diferenciadas, poder-se-ia imaginar que os preços vigentes para tais serviços tenham sido definidos de forma a satisfazer um objetivo de maximização de bem-estar social, condicionado por alguma restrição. Os textos de Brandão dos Reis (1997) e Simões Neto (1996) não esclarecem que métodos utilizam os setores de energia elétrica e saneamento para a definição de suas tarifas. Parece haver interesse, em alguns setores, de associar essas tarifas aos custos marginais, mas não se sabe em que medida tais custos marginais, quaisquer que sejam as formas de medi-los, foram usados para efetivamente determinar essas tarifas *second best*.⁶

No caso do saneamento registra-se o esforço do Projeto de Modernização do Setor Saneamento (PMSS) de ilustrar, para as empresas do setor, como se determina uma tarifa que se iguale ao custo incremental de longo prazo, e como se a ajusta posteriormente para satisfazer aos objetivos financeiros e sociais.

Sabe-se também que a diferenciação de tarifas, em vigor nas telecomunicações, na energia elétrica e no saneamento, tem sido justificada como um meio de subsidiar alguns dos seus serviços, significando que a tarifa paga por alguns usuários estaria menor que aquela que se deveria cobrar, compensando-se a diferença por uma tarifa maior cobrada a outros usuários.

Na realidade esse tipo de informação é impreciso, uma vez que não há segurança quanto ao sentido da palavra "subsidiar" – se estaria ou não significando uma tarifa efetivamente inferior ao custo marginal, que é o que interessa do ponto de vista econômico. Aparentemente, os níveis das tarifas

⁴ Ver em Andrade (1994) a derivação de tarifas que permitem a maximização do bem-estar social quando diferentes ponderações são atribuídas aos ganhos de utilidade dos usuários segundo a sua condição social. As tarifas obtidas guardam relação com a regra do inverso da elasticidade-preço da demanda que provém dos Ramsey prices, mas são afetadas pelos pesos sociais diferenciados estabelecidos pelo governo.

⁵ Os serviços de esgotamento geralmente são cobrados como uma percentagem, às vezes 100%, do valor da conta de água.

⁶ Ver em Meier (1989, p.203-207) as definições alternativas para o custo marginal.

O PMSS é um projeto instituído pelo governo brasileiro, apoiado pelo Banco Mundial, para reestruturar a prestação dos serviços de saneamento e seu financiamento.

"subsidiadas" e "subsidiadoras" relacionam-se com um conceito contábil, nada impedindo o fato de que eventualmente umas e outras sejam subsidiadas no sentido econômico, isto é, sejam inferiores ao custo marginal de produção.

No caso da privatização dos serviços de infra-estrutura e da operação não-regulamentada das tarifas a serem cobradas por essas empresas deve-se esperar que vigorem, nos serviços monopolizados, estruturas tarifárias com preços diferenciados entre os usuários. Isto ocorreria como resultado da busca, pelos ofertantes monopolistas, de maximização do lucro, o que os leva a igualar receita marginal a custo marginal em cada um dos segmentos de seu mercado e implica cobrar tarifas diferentes para cada grupo homogêneo de usuários. Aqui também, portanto, a existência de diferenciação de tarifas está longe da condição de *second best* dos *Ramsey prices* e, na verdade, a prevalência de uma estrutura tarifária assim determinada implica perda de bem-estar (a medida do *deadweight loss*), que poderia ser minimizada via algum tipo de regulamentação.

4. A TARIFA COMO INSTRUMENTO REDISTRIBUIDOR DE RENDA

A idéia de usar as tarifas dos serviços públicos como instrumento de redistribuição de renda, em países como o Brasil, prende-se ao fato de que outras medidas tradicionalmente usadas com igual finalidade (como a política tributária) não seriam suficientemente eficazes, e de que algumas políticas econômicas governamentais, além de induzirem à busca da eficiência produtiva, devem levar em conta a necessidade de melhorar a forma como a renda é distribuída, em favor de objetivos sociais como:

a) o objetivo da "base mínima" (*safety net*), qual seja o de assegurar um padrão mínimo de vida a todos os indivíduos;

b) o objetivo da equalização subsidiária, o qual está associado à idéia de que toda política governamental, qualquer que seja seu objetivo principal, deve também contribuir para diminuir os problemas da distribuição de renda; por exemplo a tributação, além de gerar recursos financeiros para custear o governo, deve também contribuir para reduzir a concentração da renda; e

c) o objetivo da meritocracia, relacionado à idéia de reforçar a igualdade de oportunidades entre os indivíduos, sempre visando melhorar a distribuição de renda entre todos os membros da sociedade.

Assim, ao serem usadas como instrumento de redistribuição de renda, as estruturas tarifárias das empresas prestadoras de serviços de infra-estrutura buscariam satisfazer àqueles objetivos, não apenas gerando receita para financiar as atividades produtivas das empresas como, também, contribuindo para a melhoria do bem-estar social da população, com menor desigualdade.

Conforme mencionado, alguns serviços de infra-estrutura definem suas estruturas tarifárias estabelecendo tarifas menores para blocos de uso do serviço ou cobrando tarifas mais baixas para uma parcela do serviço prestado. Neste último caso, por exemplo, está a menor tarifa cobrada nas chamadas telefônicas feitas nos aparelhos públicos ("orelhões") e, no tocante à energia elétrica, a tarifa social (cobrada em blocos de consumo) e a não-social no serviço residencial; no caso do saneamento também é feita uma diferenciação no consumo residencial, com tarifas marginais crescentes para blocos crescentes de consumo.

A idéia básica é que o objetivo de favorecer os usuários pobres desses serviços pode ser alcançado via implementação de tarifas assim definidas. Há que se concordar que, no atacado, os beneficiários dessas tarifas devem ser efetivamente os usuários pobres, atingindo-se por esse lado o objetivo de favorecê-los, mas também que usuários dos estratos sociais mais elevados também se beneficiam dos preços menores pois, afinal, também eles utilizam os aparelhos telefônicos públicos e consomem

menores quantidades de energia elétrica e de água. Nesses casos, as menores tarifas e os subsídios estariam sendo desperdiçados, ao beneficiarem usuários que não necessitam de proteção social.

Estudo feito especificamente para mensurar o efeito redistributivo das tarifas de saneamento mostra que as estruturas tarifárias vigentes na época (e que ainda prevalecem) na realidade teriam um efeito regressivo de renda para os usuários pobres – um resultado exatamente oposto ao desejado – ao cobrar deles uma tarifa média superior às arrecadadas dos demais usuários residenciais.⁸

A permanecer o uso das tarifas com finalidade social, será necessário focalizar melhor o benefício, procurando minimizar o desperdício representado pela concessão de menores tarifas a quem delas não precisa. Uma forma de solucionar a questão é providenciar uma classificação social dos usuários, mantendo um cadastro – como, aliás, algumas empresas de saneamento já vêm fazendo.

Isso, entretanto, implica custo administrativo para as empresas, o que pode não ser viável, além de não garantir que não se cometam erros de classificação, uma vez que o cadastro tem que ser alimentado por informações prestadas pelos interessados no benefício.⁹ Portanto, apesar dos seus defeitos, pode ser necessário continuar a usar as quantidades consumidas para estabelecer uma diferenciação de tarifas que permita o acesso das famílias de menor rendimento a quantidades mínimas definidas como essenciais a seu bem-estar.

A implementação de tarifas subsidiadas para alguns usuários dos serviços, ou para alguma classe de serviço, implica primeiramente determinar a origem dos recursos que vão financiar o subsídio. Esta definição é particularmente importante no advento da privatização dos serviços, vez que interessará às empresas privadas saber se o volume subsidiado será coberto por quedas de sua rentabilidade – caso em que o empreendimento poderia tornar-se desinteressante como aplicação de capital –, ou se caberá ao erário público pagar pelo benefício.

Em um caso ou outro dever-se-á fazer uma análise prévia, visando avaliar os efeitos de diferentes níveis de subsídio no montante de recursos financeiros envolvidos no sistema. Isso só poderá ocorrer a partir do conhecimento do impacto das tarifas subsidiadas sobre as quantidades demandadas pelos usuários beneficiados, o que implica dizer que é preciso conhecer a elasticidade-preço de sua demanda. Caso o benefício venha a ser financiado, total ou parcialmente, por um sistema de subsídio cruzado, mediante tarifas maiores a serem cobradas aos demais usuários, também será necessário examinar como serão afetadas as quantidades demandadas por esses usuários, o que significa que será preciso conhecer a elasticidade-preço de sua demanda pelo serviço.

Há uma certa tradição de se pensar que a demanda por serviços de infra-estrutura é perfeitamente inelástica, ou seja, que tarifas maiores não afetam as quantidades consumidas. Esse pensamento, às vezes fundamentado nas experiências de reajustamentos tarifários visando recompor perdas inflacionárias – que aparentemente não provocavam redução das quantidades demandadas, devido, como se costuma explicar, a essencialidade e inexistência de substitutos perfeitos para esses serviços –, tem sido freqüentemente usado para considerar sem importância prática a questão.

Entretanto, estudos feitos em outros países mostram que o consumidor desses serviços reage às tarifas cobradas, e as demandas estimadas não são perfeitamente inelásticas. Vejam-se, por exemplo, os estudos feitos por Taylor (1980, 1994) e o artigo escrito por Trotter (1996), os quais relatam as

⁸ Este estudo foi realizado usando dados coletados em uma amostra feita em diversas cidades do Paraná. A regressividade calculada neste estudo está reproduzida em Andrade (1995).

⁹ Ver Andrade (1994), no capítulo 5, uma análise das vantagens e das desvantagens em termos de bem-estar de se usar uma estrutura tarifária definida em termos da classificação social dos usuários em comparação com a atual estrutura baseada em tarifas diferenciadas segundo blocos de consumo, para diferentes probabilidades de se cometer em erros de classificação.

estimativas feitas para a elasticidade-preço da demanda para diversos serviços telefônicos; algumas dessas estimativas mostram valores pequenos –porém não nulos – para a elasticidade-preço.

Trabalho recente de Andrade *et alii.* (1995), visando estimar a demanda residencial por água, além de mostrar que as tarifas afetam a quantidade demandada apresenta vários estudos que estimaram essa elasticidade nos Estados Unidos, com valores estatisticamente significativos variando entre -0,27 e -0,66.

No caso da energia elétrica residencial, Terza (1986) registra várias estimativas para a elasticidade-preço da demanda por este serviço, as quais na realidade indicariam que a demanda na verdade é razoavelmente elástica à tarifa. Esses trabalhos, portanto, atestam que é preciso levar em conta as conseqüências da concessão do subsídio nas receitas dessas empresas, pois que os usuários pobres demandariam uma quantidade maior do serviço e os usuários que financiariam o subsídio pagando tarifas maiores reagiriam, demandando quantidades menores. Nada indica que esses resultados poderiam compensar-se, gerando o mesmo nível de receita.

A determinação de tarifas ótimas, quando se pensa em usar um sistema de subsídio aos usuários de menor rendimento, é questão particularmente importante no caso de empreendimentos implantados por meio de *project finance* - *project finance* é uma composição de financiadores, promotores, construtores e operadores de um empreendimento, os quais se reúnem com o propósito de implantar e/ou operar uma determinada atividade produtiva.

No caso de serviços de infra-estrutura, pensa-se que o *project finance* será a forma pela qual serão viabilizados os investimentos para melhoria e expansão de seus serviços no Brasil, dada a incapacidade financeira e administrativa do setor estatal.

No concernente a investimentos feitos na modalidade *project finance*, as receitas geradas na prestação dos serviços servem para financiar parte do empreendimento, seja aplicado diretamente, seja para cobrir os recursos necessários ao serviço da dívida. Portanto, a receita tarifária prevista determina uma parte do capital a ser utilizado, que compõe com outros recursos financeiros o *mix* de capitais que permite a implantação do investimento. E neste caso as tarifas a serem cobradas aos usuários são peças-chave na equação financeira dos empreendimentos, ao determinar o fluxo de receitas e, conseqüentemente, os custos do investimento e sua rentabilidade. Sistemas de subsídios tarifários têm que ser estudados adequadamente, para não inviabilizar esse tipo de composição financeira pela introdução de maiores incertezas e riscos quanto ao volume e ao fluxo das receitas geradas pelas tarifas.

Essas são preocupações técnicas, com aplicações práticas que precisam ser examinadas quando da elaboração dos projetos de investimentos pelos agentes econômicos interessados em prestar serviços de infra-estrutura ou que venham a financiar os capitais neles empregados. Não se trata, portanto, de preocupação acadêmica, diletante, como algumas vezes têm-se pensado.

5. A TARIFA COMO SINALIZADORA DA ESCASSEZ RELATIVA

Os usuários decidem sobre as quantidades consumidas dos serviços de infra-estrutura (e de outros bens e serviços) em função de suas necessidades, preferências e capacidade de pagar por eles. Supostamente, maximizam a utilidade que encontram no consumo dessas quantidades, conforme o permitem seus orçamentos. Os preços vigentes no mercado para um dado bem ou serviço restringem-lhe o acesso, determinando as quantidades que os consumidores estão dispostos a utilizar. Para os bens e serviços normais, a quantidade demandada a um determinado preço é uma função inversa deste preço.

A determinação de tarifas ótimas (*first* ou *second best*) leva em conta não apenas o custo da prestação do serviço como também a forma pela qual seus usuários reagem a diferentes níveis de tarifas, ou seja, à demanda por eles. As tarifas assim determinadas podem produzir receitas que viabilizam a satisfação de algum objetivo estabelecido para o funcionamento da empresa, e servem para racionalizar o uso do serviço até o ponto no qual a satisfação obtida, pelo usuário, no consumo daquela quantidade adicional iguala-se à não-satisfação de pagar o que lhe é cobrado. Portanto, o uso das tarifas ótimas, qualquer que seja o método ou objetivo utilizado para determiná-las, pressupõe que sua utilização para a cobrança dos serviços efetivar-se-á de maneira a permitir aos usuários o acesso às quantidades delimitadas por suas respectivas demandas.

Conforme mencionado anteriormente, as estruturas tarifárias de alguns serviços de infraestrutura estabelecem preços diferenciados por blocos de consumo, como são os casos da energia elétrica e da água (consumo residencial). O problema, no caso da aplicação destas tarifas à cobrança desses serviços, é que existem situações nas quais o consumo não é efetivamente medido e, assim, os preços que os usuários pagam descolam-se daqueles que efetivamente deveriam ser cobrados.

No setor de energia elétrica há casos em que mais de um domicílio compartilham o mesmo medidor de consumo, e assim seus usuários pagam tarifas correspondentes a um consumo médio que pode implicar pagamento de valor inferior ao que deveria ser pago.

No caso do saneamento ocorrem situações análogas: vários usuários têm seu consumo mensurado por apenas um hidrômetro, como nas habitações coletivas (prédios de apartamentos, por exemplo) e outras nas quais nem mesmo o consumo é medido, pois não há hidrômetro instalado, estimando-se o gasto geralmente pelas características físicas da habitação. No primeiro caso dissocia-se o valor da conta do consumo individual do domicílio, impedindo que o usuário esteja consciente das vantagens e desvantagens associadas a seu efetivo consumo.¹⁰ Na situação do consumo estimado, como na realidade a cobrança do serviço acaba significando uma taxa mensal fixa, sem qualquer ligação com a quantidade efetivamente consumida, o usuário acaba sendo incentivado a consumir até a utilidade marginal anular-se, pois o custo do consumo adicional é zero.¹¹

Situações como essas induzem ao uso excessivo ou ao desperdício – este último, particularmente, no caso da tarifa nula. Não se incentiva a racionalização do consumo, e os usuários não se esforçam para preservar um recurso natural essencial. Em consequência, os consumos agregados desses serviços ascendem a volumes superiores aos que seriam necessários. Daí a necessidade da antecipação de investimentos para a ampliação de usinas produtoras de energia elétrica, unidades de captação de água, adutoras, estações de tratamento e redes de distribuição de água – investimentos cujos custos de oportunidade são elevados.

A única forma de evitar tais problemas é a generalização da medição do consumo, com instalação de medidores individualizados para a correta tarifação dos serviços.¹² Embora eventualmente seja

¹⁰ No caso dos prédios de apartamentos, como a conta de água é geralmente paga com a arrecadação da taxa mensal cobrada aos moradores pelo condomínio, dimensionada para cobrir também outras despesas correntes do prédio, a dissociação entre o consumo e o custo deste consumo é ainda maior.

¹¹ Na maioria das cidades brasileiras, essa é a forma mais comum de cobrar os serviços de saneamento. Por exemplo, no município do Rio de Janeiro, menos da metade dos domicílios tem o seu consumo de água hidrometrado.

¹² Obviamente, não é uma tarefa simples, pois implica construir entradas individualizadas do serviço nas unidades, o que significa, por exemplo, no caso da água, quebrar paredes. No caso do gás canalizado, as instalações já foram construídas de forma a permitir a medição do consumo individual. Apesar das dificuldades de adaptação dos imóveis, o importante é a implementação de um programa que estimule essas adaptações nos imóveis antigos e que estabeleça a exigência de dutos que permitam a correta medição do consumo.

desvantajoso para a empresa, sob a ótica meramente financeira, instalar hidrômetros individuais em domicílios que consomem pequenas quantidades do serviço, uma vez que o retorno do investimento seria obviamente demorado, a idéia é que isso viesse a constituir-se em obrigação da empresa prestadora do serviço e, de outra parte, direito do usuário, cujo consumo efetivo deveria ser obrigatoriamente registrado para que o serviço fosse cobrado. Além disso, a necessidade de conferir à tarifa um papel racionalizador do consumo também justificaria a universalização dos medidores.

Contudo, a prática de aplicar recursos do Tesouro para cobrir as necessidades financeiras das *utilities*, particularmente no caso de transferências destinadas a investimentos em ampliação da capacidade de produção, implica muitas vezes subsídio aos usuários. A receita tarifária deveria ser suficiente para cobrir todos os custos operacionais da empresa e ainda constituir um fundo para manutenção e ampliação da capacidade produtiva. Se isso não ocorre, as tarifas cobradas aos usuários estarão em nível inferior ao real, exigindo complementação mediante aporte de recursos governamentais e induzindo a consumos superiores aos que ocorreriam caso as tarifas fossem realistas.

Obviamente, o que se pretende não é obstar aos usuários um maior acesso aos serviços. Na realidade sua utilização, além de propiciar satisfação pessoal e familiar – objetivos de grande relevância –, também gera externalidades positivas que afetam o bem-estar dos demais cidadãos. Maior acesso a serviços telefônicos, por exemplo, diminuem os deslocamentos, reduzindo custos de transportes e aumentando a eficiência das pessoas, com óbvios reflexos sobre as atividades produtivas. Maior uso de energia elétrica significa quase certamente redução do esforço físico, técnicas mais eficientes no lar e nas atividades produtivas. No caso do saneamento, é conhecida a relação inversa entre acesso a seus serviços e incidência de doenças originadas de baixos níveis de higiene.

Portanto, o uso crescente desses serviços tenderia a elevar o nível de bem-estar social, um objetivo sobre o qual não há dissenso. Mas parece razoável que seus preços não induzam os usuários a fazer alocar recursos tendo por referência tarifas cujos níveis não são adequados sob o ponto de vista econômico.

6. REGULAMENTAÇÃO TARIFÁRIA PARA AS UTILITIES ¹³

Para impedir que o produtor privado de serviços públicos fixe livremente as tarifas que vai cobrar aos usuários, o governo pode interferir direta ou indiretamente em sua definição. A intervenção direta dar-se-á pela fixação de um valor máximo para a tarifa. A indireta, via estabelecimento de normas a serem observadas pela empresa privada, gerando em conseqüência a definição de tarifa supostamente inferior à que seria escolhida pela empresa.

A intervenção direta evitaria tanto a fixação de valores elevados como o emprego de discriminações tarifárias eventualmente iníquas em termos sociais. Entretanto, para decidir por uma tarifa ótima, do ponto de vista econômico, capaz de remunerar adequadamente o concessionário privado e contemplar os objetivos sociais que devem interferir na fixação desses preços, o governo precisaria

¹³ Existem formas não-regulatórias de fazer com que monopólios naturais estabeleçam o menor valor para a tarifa, a um custo eficiente. Duas dessas formas são: 1) a licitação do direito do monopólio à menor tarifa; 2) a permissão do funcionamento de um mercado contestável (livre entrada e saída sem custo). Ver Train (1991) para uma discussão destas formas. O pressuposto desta seção é a de que para a maioria dos serviços públicos as condições requeridas nas duas formas para se conseguir a situação ótima podem não ser satisfeitas. Além disso, mesmo quando são possíveis as condições requeridas, por exemplo no caso da licitação do direito de monopólio, a necessidade de estabelecer revisões contratuais de curto prazo como meio de garantir a continuação do ótimo quando as condições do mercado estão-se alterando pode ser incompatível com a estabilidade contratual por um maior período exigida nos investimentos que usam o *project finance*.

conhecer as curvas de demanda e oferta do serviço. Geralmente é a empresa concessionária quem mais conhece o mercado, donde uma situação desigual no concernente à informação.

Particularmente no caso da oferta é a empresa que detém os dados sobre custos de produção, e assim será sempre de seu interesse superestimá-lo, para que a entidade regulamentadora conceda-lhe valores mais elevados. Assim, além de haver-se com o ônus adicional de estabelecer tarifas – e não se pode subestimar o custo operacional, financeiro e administrativo da tarefa de estipular preços para todas as entidades prestadoras de serviços públicos do país –, o governo estaria também diante do risco de fixar tarifas maiores, com base em dados distorcidos sobre o mercado nos quais, eventualmente, poderia ser induzido a acreditar.

Os dois sistemas mais empregados para a fixação indireta das tarifas das empresas de serviços públicos são a regulamentação da taxa de retorno do capital e o *price cap*.¹⁴

O primeiro busca controlar o nível de lucratividade das empresas, indiretamente afetando-lhe as tarifas; controlando-se o nível máximo da taxa de retorno controlam-se evidentemente os preços que geram os lucros operacionais. Esse sistema vem sendo utilizado nos Estados Unidos, no Japão e no Canadá.

A modalidade *price cap*, por sua vez, consiste na regulamentação dos reajustes nas tarifas, que também indiretamente afeta o valor a ser cobrado ao usuário, como vai ser visto. O *price cap* é empregado no Reino Unido desde a privatização dos serviços públicos no governo Thatcher.

6.1 As Tarifas Determinadas pela Regulamentação da Taxa de Retorno ¹⁵

Definindo-se a taxa de retorno (s) do capital de uma empresa como $s = \frac{R - C_1}{C_2}$, onde R é a sua receita total, C_1 é o seu custo operacional e C_2 é o valor de seu estoque de capital, a regulamentação da taxa de retorno significa estabelecer um valor máximo para s , ou seja, $s \leq s^*$, onde s^* é o valor da taxa de retorno regulamentada. Obviamente, deve-se esperar que a entidade regulamentadora determine um valor para s^* suficientemente atraente, superior a uma taxa de retorno de aplicações financeiras alternativas, r , sem o que nenhum empresário se interessaria em se envolver com a prestação do serviço. Conhecido o valor da taxa de retorno permitida, a empresa determina a tarifa que maximiza seu lucro, condicionado à satisfação desta restrição de rentabilidade.¹⁶

¹⁴ Formalmente, a regulação da taxa de retorno do capital não é uma regulação tarifária. Entretanto, quando se define uma taxa máxima permitida à empresa e a função é conhecida, fica determinada a tarifa que maximiza o lucro.

¹⁵ Ver em Train (1991, p. 69-94), as vantagens e desvantagens de outras formas de regulamentação que restringem os retornos sobre a produção, sobre as vendas, e sobre os custos. Ver também no mesmo trabalho a descrição de outras formas regulatórias, como o mecanismo de Vogelsang-Finsinger, e as diferentes formas de subsidiar o monopolista natural (os esquemas de Loeb e Magal, de Sappington e Sibley, e de Finsinger e Vogelsang).

¹⁶ Pode-se demonstrar que as tarifas P_i , determinadas por esta regulamentação podem ser expressas da seguinte

$$\text{forma: } P_i = \frac{w + r - \frac{(s^* - r)\lambda^*}{1 - \lambda^*}}{1 - \frac{1}{\varepsilon_i}} \quad \text{para o usuário tipo } i, \text{ onde } w \text{ é o salário pago à mão de obra. } r \text{ é a remuneração}$$

Demonstra-se que existe uma relação inversa entre a taxa de retorno regulamentada s^* , de tal forma que o efeito final de um aperto na taxa de retorno permitida (isto é, uma redução no valor de s^*) será o de forçar o monopolista privado a ajustar para baixo as tarifas cobradas a todos os usuários. Isto provoca um efeito positivo no bem-estar social, ao permitir que os usuários consumam maior quantidade do serviço e de outros bens e serviços. Se os pobres dispenderem parcela significativa do seu rendimento com esse tipo de serviço, o aperto na taxa de retorno poderá beneficiá-los em maior escala.

Deve-se notar, entretanto, que a condição $s^* > r$ (a taxa de retorno permitida maior que a taxa de juros das aplicações financeiras alternativas) deve ser sempre obedecida, pois de outra maneira o monopolista privado não se interessaria em prestar o serviço público. Esta também será a consequência, no caso de investimento feito mediante *project finance*, se o governo usar a manipulação da taxa de retorno para reduzir a tarifa em benefício dos usuários, particularmente os de menor rendimento, e o fizer sacrificando o volume de receita que viabilizaria o arranjo financeiro.

Do ponto de vista alocativo a regulamentação da taxa de retorno do capital deixa a desejar, pois gera ineficiência. Avert e Johnson (1962) há muito demonstraram que sob este tipo de regulamentação o empresário utilizará uma quantidade maior de capital que a requerida pelo uso eficiente do recurso.¹⁷

Outro resultado indesejável da regulamentação da taxa de retorno é implicar desestímulo aos investimentos em ganhos de produtividade, tendo em vista que a maior lucratividade permitida por tais ganhos estaria contida no limite da taxa de retorno regulamentada. Se o produtor já estiver operando neste limite, como é do seu interesse, a maior lucratividade faria com que a taxa de retorno efetiva ultrapassasse o teto, sujeitando a empresa às penalidades previstas na legislação.

6.2 As Tarifas Determinadas pela Regulamentação Price Cap

As prestadoras de serviços públicos do Reino Unido privatizadas na Era Thatcher têm suas tarifas regulamentadas segundo a seguinte regra de reajuste: o índice de preços (IP) dos serviços vendidos pela empresa deve ser igual ou inferior ao índice de inflação (IPC) diminuído de uma constante

ração da aplicação financeira (taxa de juros), λ^* é o multiplicador de Lagrange que resulta da maximização da função lucro e ε é a elasticidade-preço da demanda pelo serviço. A expressão acima permite concluir que no caso de uma taxa de retorno não regulamentada (a empresa privada maximizando o seu lucro sem qualquer restrição de rentabilidade) ou se a regulamentação for redundante (ou seja, se $s^* > s$), casos estes que implicam que λ^* será zero, o monopolista privado cobrará as mesmas tarifas mencionadas anteriormente, ou seja, aquelas que o monopolista cobraria se ele próprio escolhesse as mesmas, sem regulamentação, já que $w + r$ na realidade é custo marginal de produção. A demonstração detalhada da derivação destas tarifas encontra-se em Andrade (1994), no anexo ao capítulo III.

¹⁷ Na situação de lucro máximo, o produto marginal do capital nesse caso é menor que a taxa de juros, o que implica que um excesso de capital está sendo usado pelo produtor. Ver a demonstração em Andrade (1994 p. 108).

(X) que pretende medir os ganhos de produtividade da empresa. As novas tarifas a vigorarem no período seguinte (cinco anos) estão, então, condicionadas à restrição $IP \leq IPC - X$.¹⁸

Na realidade, essa é uma restrição que expressa de maneira geral é a idéia básica do *price cap*, pois existem provisões diferentes para cada um dos setores por ela regulamentados.¹⁹

A fórmula de reajuste *price cap* foi proposta por Littlechild (1983) e é considerada melhor que a regulamentação da taxa de retorno, como se vai mostrar a seguir.²⁰ A idéia que a preside é permitir que a empresa recupere os valores tarifários corroidos pela inflação, mas tornando possível a transferência de ganhos de produtividade para os usuários dos serviços.

A regulamentação *price cap* preocupa-se aparentemente apenas com o reajuste tarifário, e não com o nível das tarifas. Na realidade, quando da privatização das empresas no Reino Unido, julgou-se que as tarifas prevalecentes eram adequadas e que a regulamentação tarifária daí em diante deveria cuidar somente de suas alterações futuras. Levando-se em conta, porém, a restrição *price cap* e supondo-se que a empresa regulamentada deseja maximizar seu lucro, é possível derivar os valores das tarifas que satisfazem este objetivo.²¹

¹⁸ O índice dos serviços vendidos pela empresa (como, por exemplo, a energia elétrica residencial, comercial e industrial), IP, pode ser calculado seja como um índice de preços cujos pesos são quantidades exogenamente dadas, seja como um índice que tem pesos que são endogenamente determinados pela proporção da receita total gerada pelo serviço. No primeiro caso, o índice é calculado como $IP = \frac{\sum_m P_m^t \cdot x_m^0}{\sum_m P_m^0 \cdot x_m^0}$, onde x_m^0 é a quantidade vendida do serviço m no ano base e P_m^0 e P_m^t são as tarifas nos anos 0 e t . No segundo caso, o valor de IP é calculado como: $IP = \sum_m \left\{ \left[\frac{P_m^t \cdot x_m^t}{\sum_m P_m^t \cdot x_m^t} \right] \cdot \frac{P_m^t}{P_m^0} \right\}$, onde a expressão entre colchetes é justamente a proporção da receita gerada pelo serviço m . Por outro lado, o valor de X que é subtraído da taxa de inflação, ou é efetivamente o valor do aumento da produtividade da empresa no período passado, ou é um valor exogenamente arbitrado pela agência regulamentadora. Bös (1991) prova que entre as quatro possíveis combinações de cálculo de IP e X, três delas produzem resultados distorcidos em termos alocativos e que só quando os pesos e o valor do ganho de produtividade são definidos exogenamente é que a empresa faz um uso eficiente dos insumos.

¹⁹ Ver em Guasch e Spiller (1996), no apêndice 2, a descrição completa dos *price cap* que se aplicam aos setores de telecomunicações, de gás, de saneamento, de taxas aeroportuárias, e de energia elétrica. No caso da eletricidade, o *price cap* é específico para controlar as tarifas de geração, de transmissão e de distribuição.

²⁰ Mr. Stephen Littlechild, além de autor da fórmula, é presentemente o diretor da OFFER, a agência britânica que regula os serviços de eletricidade. Cada um dos demais serviços públicos no Reino Unido está sob a jurisdição de uma agência regulamentadora especializada, uma experiência diferente do caso americano, no qual as comissões estaduais de regulamentação ditam as normas de funcionamento de diversos serviços na sua região.

²¹ Pode-se demonstrar que para o uso eficiente dos insumos, a tarifa ótima a ser cobrada por esta empresa por unidade do serviço i , cobrada ao usuário tipo j , será aquela equivalente ao seguinte *mark-up*:

$$\frac{P_{ij}^t - CMg^1}{P_{ij}^t} = \frac{1}{\varepsilon_{ij}} [1 - R_j], \text{ onde } R_j \text{ é um valor calculado para o usuário tipo } j, \text{ o qual depende das condi-}$$

Da definição do *price cap* pode-se observar que, arbitrando-se valores maiores para X , consegue-se que o reajuste tarifário reduza-se, diminuindo em termos relativos as tarifas a vigorarem no período. Tal como foi enfatizado no caso da regulamentação da taxa de retorno, esse tipo de regulamentação é também capaz de reduzir a capacidade que o monopolista tem em fixar elevadas tarifas, mas, a despeito de baixas tarifas serem um bom instrumento para aumentar o nível de bem-estar de todos os usuários do serviço, essa redução tarifária não deve ultrapassar o limite após o qual as receitas obtidas pela empresa deixem de ser capazes de viabilizar o *project finance* do empreendimento.

Deve-se observar que a regra *price cap* não estabelece limite para o reajustamento individual da tarifa. Assim, é possível que o usuário pague um reajuste, por exemplo, na tarifa de energia elétrica de 15% quando o *price cap* é de apenas 5%. Neste exemplo, o que ocorreria é que os reajustes nos serviços comercial e industrial de energia elétrica teriam que se acomodar de forma que o IP seja igual ou inferior a 5%.²²

Infelizmente, o uso da regulamentação tipo *price cap* não garante que as tarifas dela derivadas tenham função redistributiva de renda.²³ Portanto, além da possibilidade de redução do valor da tarifa, não se pode derivar dela qualquer resultado que seja necessariamente uma diferenciação tarifária favorável aos usuários mais pobres. Se se busca este tipo de resultado será necessário que primeiramente se estabeleça uma tarifa mais favorável e posteriormente se derivem tarifas que obedeçam ao *price cap* e permitam o equilíbrio financeiro da empresa.

A regulamentação *price cap*, ao permitir o estabelecimento das tarifas que vigorarão em um dado período de tempo, torna possível que as empresas se apropriem da maior lucratividade decorrente de investimentos em ganhos de produtividade. Este resultado é o oposto daquele observado no caso da regulamentação da taxa de retorno, na qual possivelmente a empresa não teria incentivo em buscar melhoria na produtividade porque não poderia apropriar-se dos lucros maiores. No caso do *price cap* o incentivo existe, embora seja de esperar-se que no período seguinte o ganho de produtividade possa ser absorvido pelos usuários, via menor reajuste nas tarifas.

Obviamente, a regulamentação *price cap* define implicitamente uma taxa de retorno para a atividade. Assim, ao se fixar o valor de X , está-se determinando a rentabilidade da prestação do serviço, com exceção dos ganhos adicionais que podem advir do aumento da produtividade. Por isso a agência regulamentadora não deve ceder à tentação de manipular um nível de rentabilidade episodicamente elevado, pois poderia prejudicar fundamentalmente a vantagem do *price cap* de incentivar investimentos que aumentem a produtividade, adquirindo a mesma deficiência da regulamentação da taxa de retorno do capital e tornando não-confiáveis as estimativas de receita que permitiram que o *project finance* do empreendimento fosse utilizado²⁴. É importante a manutenção da confiança nas

ções iniciais (ano 0), da quantidade demandada por ele no ano t , e do valor fixado para X . Pode-se mostrar que quanto maior a redução desejada em IP (isto é, quanto maior o valor politicamente escolhido para X), maior será o valor de R_t e, conseqüentemente, maior a redução no mark-up, reduzindo as tarifas para todos os serviços prestados pela empresa. Ver em Andrade (1994), no anexo ao capítulo III, uma detalhada derivação do resultado.

²² Andrade (1996) faz um relato sintético da experiência britânica recente do uso do *price cap* e como tem evoluído o valor real de algumas tarifas de serviços públicos.

²³ Isto dependerá de como R_t varia entre os diferentes grupos de usuários do serviço; a estrutura tarifária será redistributiva somente se R_t for uma função decrescente do rendimento dos usuários, mas não há razão *a priori* para se acreditar que é este o caso.

²⁴ A advertência está calcada em fato recente ocorrido na Inglaterra, quando o regulador aumentou repentinamente o valor de X , pressionado por críticos que estavam preocupados com a alta lucratividade mostra-

regras de regulamentação tarifária, principalmente quando o governo conta com o setor privado para suprir uma parcela substancial dos recursos necessários à expansão das redes de serviços públicos no Brasil.

Guasch e Spiller (1996) relatam que uma forma modificada do sistema de *price cap* vem sendo implementada em alguns estados dos Estados Unidos e, em nível federal, na regulamentação da American Telephone & Telegraph. Por isso é possível comparar quais as conseqüências da adoção desse sistema, em comparação com a regulamentação da taxa de retorno. Aqueles autores citam alguns trabalhos que mostram que as tarifas são menores no sistema *price cap*. Por exemplo, Mathios e Rogers (1989) calculam que as tarifas da AT & T são de 7% a 10% menores naqueles estados que adotaram o *price cap* do que as dos mesmos serviços nos estados que continuaram a usar a regulamentação da taxa de retorno.

As características do sistema *price cap* têm atraído o interesse para a sua utilização nos processos de privatização em andamento em diversos países, inclusive na América Latina. Por exemplo, quando da privatização da TELMEX, a empresa de telecomunicações do México, em 1990, ficou estabelecido que no período 1991-1998 os reajustes das suas tarifas não poderiam ser maiores do que a taxa de inflação menos um índice de produtividade e que após 1998 as tarifas seriam regulamentadas de forma a permitir uma adequada taxa de retorno.²⁵ Também os serviços de telecomunicações privados na Venezuela estão regulamentados pelo *price cap*. No caso da Argentina, as tarifas dos serviços estão atreladas ao índice americano de preços ao consumidor, permitindo-se ajustamentos de forma a garantir adequada taxa de retorno. No Peru há também uma regulamentação dos seus serviços de telecomunicações baseada no *price cap*, com reajustamentos quadrimestrais num período de cinco anos e limites para o aumento das tarifas individuais.²⁶

7. REGULAMENTAÇÃO OU O USO DAS FORÇAS DE MERCADO

A utilização de uma entidade pública para regulamentar o funcionamento das *utilities*, monitorá-las e a avaliar-lhes os resultados representa um custo financeiro e administrativo para o governo. A experiência mostra que existe uma distância entre os objetivos ideais que justificam esse tipo de intervenção e o que efetivamente é conseguido por meio dela. Cogita-se, por isso, de formas alternativas de induzir cada prestador de serviços de utilidade pública, pelas forças do próprio mercado, a cobrar a menor tarifa possível, mediante desempenho eficiente, sem que o governo tenha que incorrer nos custos e nas prováveis ineficiências dos esquemas de controle; pelo menos, deseja-se fazer com que a ação reguladora restrinja-se ao mínimo.

Uma dessas alternativas será discutida nesta seção: o uso dos leilões de concessão dos serviços.²⁷

A idéia que fundamenta o leilão como instrumento de gerar o *second best* e a eficiência produtiva para os casos de monopólio natural (como é o caso de vários serviços da infra-estrutura) é simples: o pressuposto é a existência de várias empresas, com adequada tecnologia e custos de produção, aptas a

da pelas empresas de eletricidade. Ver em Andrade (1996) uma descrição mais detalhada do fato e as suas implicações em termos dos efeitos econômicos desta alteração.

²⁵ Maiores detalhes a este respeito podem ser obtidos em Guasch e Spiller, *op. cit.*

²⁶ O estabelecimento deste limite é interessante para impedir que o usuário de um serviço regulamentado pelo sistema *price cap* veja a tarifa do mesmo reajustada muito acima da inflação, o que pode acontecer no sistema puro *price cap*, vez que a restrição deste sistema recai sobre o conjunto ou média de tarifas reajustadas.

²⁷ Outra forma é a garantia pelo regulador do funcionamento de um mercado contestável, o qual, se existente, pode gerar resultados de menor tarifa e custo eficiente semelhantes aos obtidos com os leilões de licenciamento ou concessão. A potencial entrada de um concorrente seria suficiente para fazer com que a empresa prestadora do serviço se preocupe em cobrar a menor tarifa e operar ao menor custo de produção.

prestar o serviço, e que elas disputam o direito de fazê-lo, competindo no oferecimento das melhores condições de desempenho e nas tarifas a serem cobradas. A concorrência no leilão induziria as empresas, admitindo-se a inexistência de conluio entre elas, a buscar condições as melhores possíveis para os usuários.

A concessão efetiva-se legalmente mediante contrato que estipula direitos e obrigações de ambas as partes, concedente e concessionária, e vigora por determinado período.

Como as condições do mercado, no tocante a custos de produção e demanda, podem variar com o tempo, beneficiando ou prejudicando as partes envolvidas, o contrato de concessão geralmente estabelece cláusulas para a revisão dos direitos e obrigações que prevê. Tais cláusulas podem prever as circunstâncias, por exemplo, para as quais se justificariam revisões tarifárias ou mudanças em critérios de mensuração do desempenho na prestação do serviço.²⁸

Como listar todas as possibilidades de mudanças que justificariam alterações do contrato é tarefa difícil, sendo sempre grande o risco de omitir algo que efetivamente venha a ocorrer, é preferível estabelecer de que forma seriam examinadas, por um órgão regulador, essas questões. Tal significa que, na realidade, o leilão da concessão não elimina a necessidade de haver uma entidade reguladora capaz de rediscutir, reavaliar e repactuar as condições da prestação de serviço.

Do ponto de vista das empresas privadas que venham a competir em leilão pela concessão de um serviço público pode ser interessante que o contrato vigore por um período longo (10, 20, 30 ou mais anos), de forma que as condições favoráveis que apresente perdurem por mais tempo, o que representaria um incentivo à realização de investimentos que aumentem a rentabilidade do empreendimento.

Contudo, do ponto de vista da eficiência econômica, é interessante que a concessão do serviço seja renovada em períodos curtos, mediante novos processos licitatórios, para que outras empresas que hajam conseguido acesso a inovações tecnológicas e a ganhos de produtividade capazes de reduzir os custos de produção possam habilitar-se a esses novos leilões, oferecendo por exemplo condições tarifárias mais favoráveis aos usuários. O que não impediria que a empresa com contrato em execução também participasse, quiçá disposta a partilhar com os usuários os ganhos adicionais que houvesse obtido na vigência de seu contrato.

Vê-se, portanto, que o período de vigência da concessão deve ser fixado pelo órgão concedente de forma a estimular os potenciais participantes do leilão, estabelecendo duração suficientemente extensa para possibilitar uma rentabilidade normal à empresa, mas também razoavelmente curta para maximizar o benefício econômico à sociedade.

Na concessão geralmente se permite ao concessionário utilizar, sem ônus, as instalações preexistentes, o que é uma forma de privatizar a prestação do serviço sem transferir os ativos, que permanecem na propriedade do governo. Na verdade essa posse temporária, sem ônus, é um subsídio implícito que se concede à empresa concessionária, que aplica seu capital apenas para cumprir obrigações contratuais de manutenção, modernização e ampliação da infra-estrutura.

Assim, nos casos de serviços de telecomunicações, de energia elétrica e de saneamento, cujas expansões são tão necessárias no Brasil, os recursos financeiros privados adicionais podem ser reservados para aplicação na melhoria e na extensão dos sistemas em operação, a partir da grande rede já instalada. É de esperar-se que tal subsídio, oferecido implícita e indistintamente às eventuais empre-

²⁸ Do ponto de vista tarifário, o contrato da concessão, além de conter a enumeração das tarifas que serão cobradas pelo concessionário aos usuários dos diversos serviços, pode conter também que os reajustamentos futuros serão determinados por um *price cap* determinado pelo órgão regulador.

sas participantes dos leilões, traduza-se em menor tarifa, com benefício generalizado para todos os usuários – particularmente os de menor renda, que tendem a alocar maiores porcentagens de seus rendimentos mensais no pagamento dos serviços.

Há experiências recentes no uso de leilões para a concessão de serviços de infra-estrutura. Guasch e Spiller (1996) examinam com detalhes alguns dos contratos feitos na Argentina, no Chile e no México.²⁹

No caso da Argentina, em maio de 1993 foi concedida à empresa Aguas Argentinas, consórcio de organizações argentinas e estrangeiras, o serviço de saneamento de Buenos Aires, por trinta anos. Para o leilão o governo estabeleceu tarifa de referência, e as empresas participantes concorreram com ofertas de cobrança de valores inferiores àquele nível, em obediência a um dos critérios de escolha da vencedora. Aguas Argentinas venceu com uma tarifa média inferior em 27% ao padrão.

Pouco mais de um ano depois, em julho de 1994, foi permitido, após negociações, que a tarifa média fosse aumentada em 13,5%, visando obter condições para que os investimentos previstos fossem antecipados no tempo e, também, para compensar a elevação inesperada dos custos da mão-de-obra. Na realidade essa revisão tarifária ocorreu antes do prazo previsto no contrato de concessão - a cada cinco anos, para que o órgão regulador reavalie as necessidades de investimentos a realizarem-se nos cinco anos seguintes e examine a variação dos custos da empresa; ainda de acordo com o contrato, somente quando o índice desses custos, monitorado pelo órgão regulador, supera 7% naquele período é que se justifica a revisão tarifária.

Guasch e Spiller também mencionam leilões para a concessão, por trinta anos, dos serviços de saneamento nas províncias de Corrientes, Tucumán, Santa Fé e Córdoba. Esses leilões realizaram-se em dois estágios. No primeiro, uma pré-qualificação, os concorrentes competiram em termos técnicos e financeiros para satisfazer a exigências legais e demonstrar capacidade de cumprir os compromissos de desempenho; no segundo estágio a competição referiu-se principalmente à proposta de cada um quanto ao percentual de redução percentual na tarifa corrente.

Ainda na Argentina foi leiloada a concessão privada, por um período de noventa e cinco anos, dos serviços de distribuição de eletricidade na área da Grande Buenos Aires. A concessão, entretanto, será renovada após os primeiros quinze anos e, depois disto, a cada dez anos, com a possibilidade de participação do concessionário que estiver prestando o serviço, o qual em caso de perda da concessão será ressarcido com a quantia oferecida como lance pela empresa vencedora. A tarifa é fixada em dólares, com fórmula de reajuste do tipo *price cap*, que leva em conta não apenas os ganhos de produtividade (inicialmente fixados pelo regulador no valor zero), mas também a variação no custo *pass-through* da geração da energia elétrica.

No Chile as concessões nos setores de telecomunicações e energia elétrica não incluem disputa em leilões. De acordo com a legislação chilena, todos que se habilitam a uma concessão têm direito a recebê-la, mesmo que isto signifique sobreposição de serviços e áreas atendidas. A idéia é que aumentando-se a quantidade de ofertantes a competição produza resultados que beneficiem os usuários. A sobreposição é permitida mesmo no caso de monopólio natural, como em alguns setores da infra-estrutura, para os quais a menor escala de atendimento significa maiores custos de produção e, conseqüentemente, maiores tarifas.

Não parece saudável que uma competição desse tipo deva ser incentivada, pois os resultados econômicos poderão ser contrários aos desejados. Além disso, uma conseqüência previsível desse tipo de competição é um nível excessivo de investimento nas concessões já estabelecidas, como defesa

²⁹ As informações sobre as experiências argentina e chilena foram obtidas no trabalho citado desses dois autores, no capítulo 7.

ante a entrada de concorrentes, significando maiores custos de produção e, mais uma vez, .. duzindo a tarifas mais altas.

Na realidade, embora se justifique a intenção de acirrar a concorrência em busca de efeitos benéficos para os usuários, quando ocorrem situações de sobreposição as tarifas tendem a não ser suficientes para gerar as receitas necessárias, sendo então mais que certo que venham a crescer.

Algumas empresas brasileiras do setor de eletricidade foram privatizadas recentemente, como a ESCELSA (Espírito Santo) e a LIGHT (Rio de Janeiro), mediante leilões para concessão pelo prazo de trinta anos. Além da tradicional listagem de direitos e obrigações contida nos contratos de concessão, nesse caso os valores das tarifas a serem cobradas aos diversos tipos de usuários já estavam especificados detalhadamente nos anexos dos editais de leilão, que se transformaram em cláusulas dos contratos assinados com os vencedores.¹⁰

Contrariamente à experiência argentina, a tarifa não foi objeto de concorrência entre os concorrentes, isto é, o nível da tarifa a ser cobrada pela empresa não foi um dos critérios para escolha da proposta vencedora.¹¹ Por este motivo as tarifas que vigorariam na nova situação foram listadas no edital. O estabelecimento *a priori*, pelo poder concedente, das tarifas que devem vigorar, em vez de esperar que a competição levasse os licitantes a buscar preços mais baixos, inegavelmente significa perda de bem-estar para os usuários dos serviços. Seria interessante também saber como esses valores foram pré-fixados, vez que a experiência dos custos de produção das empresas estatais dificilmente seria uma boa referência para os custos que vigorariam após a concessão do serviço à exploração privada.¹²

Um argumento que vem sendo usado para justificar o uso de tarifas predeterminadas é a necessidade de diminuir as incertezas enfrentadas pelos eventuais participantes do leilão, permitindo o cálculo das vantagens financeiras que o empreendimento geraria. Uma vez que esse importante parâmetro já estava determinado e, portanto, não influenciaria as receitas a serem obtidas na exploração do serviço, a rentabilidade do empreendimento estaria menos sujeita a riscos, o que poderia estimular maior interesse pelo leilão. Além disso, como as tarifas permitidas supostamente seriam superiores às que poderiam ser cobradas pelas empresas privadas, a rentabilidade extra que permitiriam era um fator adicional para atrair a participação de capitais privados, uma sinalização importante para ensejar o progresso do processo de privatização.

Uma forma adicional encontrada para incentivar a participação das empresas privadas foi a alteração feita no edital da LIGHT, que anteriormente previa a revisão tarifária após cinco anos e foi aumentada para oito anos. Conforme mencionado anteriormente, este período de revisão das condições contratuais justifica-se pelas condições mutáveis do mercado, entre as quais, por exemplo, eventuais ganhos de produtividade que poderiam ser transferidos aos usuários via redução das

¹⁰ Por exemplo, a cláusula nona do edital da ESCELSA estabelecia: "A concessionária cobrará, pelo fornecimento e pelo suprimento de energia elétrica, as tarifas homologadas pelo concedente e publicadas no Diário Oficial da União, conforme valores e estrutura de classe de consumo constantes dos anexos I e II do presente contrato". A subcláusula terceira também estabelecia: "Os valores das tarifas referidos no *caput* desta cláusula são reconhecidos pela concessionária como suficientes para a adequada prestação dos serviços concedidos e a manutenção do equilíbrio financeiro deste contrato".

¹¹ No caso das telecomunicações, prevê-se que a lei geral que regulamentará o serviço estabelecerá que seja fixado um preço mínimo para a outorga da concessão e um valor máximo para a tarifa, vencendo a concorrência quem oferecer a melhor proposta. Esta lei também estabelecerá que após cinco anos de concessão, as tarifas deixariam de ser estabelecidas pelo órgão regulamentador e passariam para um regime de liberdade vigiada.

¹² É bem verdade que a experiência brasileira acompanhou a experiência inglesa: as tarifas iniciais das empresas privatizadas eram as mesmas que vigoraram quando as empresas eram estatais.

tarifas. À medida que o período é aumentado em três anos, o concessionário beneficia-se da apropriação dos lucros proporcionados pelos ganhos de produtividade, aumentando sua rentabilidade.

No referente à forma de proceder-se ao reajuste tarifário, nos casos da ESCELSA e da LIGHT, não se estabeleceu explicitamente nenhuma modalidade de *price cap* ou qualquer mecanismo como a taxa de retorno do capital. O que se previu foi que a tarifa poderá ser revista, por solicitação do concessionário ou modificada, pelo concedente, à medida que se altere o equilíbrio econômico e financeiro estabelecido no início do contrato. A cláusula, aliás, é suficientemente genérica para permitir, em períodos longos, o controle da rentabilidade da empresa, bem como revisões para menos ou para mais, em termos reais, das tarifas.

O governo brasileiro está estruturando suas agências de regulamentação, como a ANEEL para o setor de energia elétrica e a Agência Nacional de Telecomunicações, entre outras, cujos projetos de leis reguladoras encontram-se em apreciação pelo Congresso Nacional.³³ No que toca ao aspecto tarifário, parece existir disposição de manter com o governo a palavra final, tanto no que se refere a seu nível quanto no concernente a futuros reajustes, a despeito dos objetivos mais gerais de liberalização das atividades econômicas. Espera-se que, aos poucos, o estado limite significativamente sua intervenção nesses assuntos, mas seria utópico pensar que tais serviços pudessem gozar de ampla liberdade para estabelecer tarifas condizentes exclusivamente com seus objetivos.

³³ A Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL) teve o seu projeto de lei aprovado pelo Senado em dezembro último.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ANDRADE, T. A. *Distributional aspects of public utility pricing with reference to Brazil*. 1994. Tese de doutoramento, não-publicada, apresentada ao University College, University of London.
- ANDRADE, T. A. Redistribuição de renda via tarifas dos serviços públicos. *Nova Economia*, v.5, n.1, p.23-40, ago. 1995.
- ANDRADE, T. A.; BRANDÃO, A. S. P.; LOBÃO, W. J. A. e SILVA, S. L. Q. Saneamento urbano: a demanda residencial por água. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v.25, n.3, p.427-448, dez. 1995.
- ANDRADE, T. A. Privatização e regulação das tarifas das empresas prestadoras de serviços públicos. In: *Economia brasileira em perspectiva*.— Rio de Janeiro: IPEA, 1996. p.717-724.
- AVERT, H. e JOHNSON, L. L. Behavior of the firm under a regulatory constraint. *American Economic Review*, v.52, p.1052-1069, 1962.
- BÖS, D. *Privatization — a theoretical treatment*.— Oxford: Clarendon Press, 1991.
- BRANDÃO DOS REIS, L. *Políticas e estruturas tarifárias das "utilities" — saneamento*.— Brasília: IPEA, jan. 1997
- GUASCH, J. L. e SPILLER, P. T. *Managing the regulatory process: concepts, issues and the Latin America and Caribbean Book*.— Washington, D.C.: Interamerican Development Bank, 1996. mimeo
- LITTLECHILD, S. C. *Regulation of British telecommunications'profitability*.— London: HMSO, 1983.
- MATHIOS, A. e ROGERS, R. The impact of alternative forms of state regulation of AT&T on direct dial, long distance telephone rates. *The Rand Journal of Economics*, v.20, n.3, p.437-453, 1987.
- MEIER, G. M. (ed.) *Pricing policy for development management*.— Baltimore e London: The John Hopkins University Press. Published for the Economic Development Institute of the World Bank, 1989.
- RAMSEY, F. A contribution to the theory of taxation. *Economic Journal*, v.37, n.1, p.47-61, 1927.
- SIMÕES NETO, J. *Política e estrutura tarifária das "utilities" em um contexto de liberalização/privatização — energia elétrica*.— Brasília: IPEA, out. 1996. Versão preliminar.
- TAYLOR, L. D. *Telecommunications demand: a survey and critique*.— Cambridge, Mass.: Ballinger, 1980.
- TAYLOR, L. D. *Telecommunications demand in theory and practice*.— Dordrecht: Kluwer, 1994.
- TERZA, J. V. Determinants of household electricity demand: a two stage probit approach. *Southern Economic Journal*, v.52, p.1131-1139, Apr. 1986.
- TRAIN, K. E. *Optimal regulation—the economic theory of natural monopoly*.— Cambridge, Mass.: The MIT Press, 1991.
- TROTTER, S. D. The demand for telephone services. *Applied Economics*, v.28, p.175-184, 1996.

O Financiamento da Infra-Estrutura Urbana: os Impasses, as Perspectivas Institucionais, as Perspectivas Financeiras

*Josef Barat **

* Consultor do IPEA.

Este trabalho foi elaborado no âmbito do Convênio IPEA/FUNDAP.

SUMÁRIO

1. A URBANIZAÇÃO BRASILEIRA	129
1.1 A Evolução do Sistema Urbano	129
1.2 A Evolução dos Espaços Urbanizados	131
2. O QUADRO INSTITUCIONAL E OS MECANISMOS DE FINANCIAMENTO	136
2.1 A Urbanização e os Serviços Públicos	136
2.2 O Transporte Público	136
2.3 O Saneamento Básico	140
2.4 A Habitação Popular	146
3. AS FORMAS ALTERNATIVAS DE FINANCIAMENTO	153
3.1 As Transições Ocorridas	153
3.2 A Instrumentação Tributária	154
3.3 A Captação de Recursos Privados	156
3.4 A Experiência Internacional	158
4. AS QUESTÕES RELACIONADAS COM A PARTICIPAÇÃO PRIVADA	163
4.1 A Diversidade de Situações	163
4.2 A Questão Tarifária no Regime de Concessão	164
4.3 A Questão do Ativos no Final da Concessão	164
4.4 A Questão do Financiamento e das Garantias	165
4.5 A Questão Institucional	166
5. SÍNTESE E PERSPECTIVAS	167
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	171

1. A URBANIZAÇÃO BRASILEIRA

1.1 A Evolução do Sistema Urbano

O Brasil foi palco de um processo de urbanização em escala e intensidade talvez sem precedentes no mundo. Em 1940, cerca de 30% da população do país viviam em centros urbanos. Cinquenta anos depois, a proporção inverteu-se, com a população urbana superando os 75% do total. A taxa média anual de crescimento populacional nas cidades ultrapassou os 5% nas décadas de 50 e 60, manteve-se em 4,4% na de 70, declinando para 3% na de 80, ritmo ainda bastante elevado quando comparado ao de países mais desenvolvidos (ver tabela 1).

TABELA 1
Brasil - População Urbana e Total e Taxas Médias de Crescimento Anual
1940, 1950, 1960, 1970, 1980 e 1991

	Pop. Urbana	Pop. Total	Urbana/Total
1940	12.880,18	41.236,32	0,312
1950	18.782,89	51.944,40	0,362
1960	31.303,03	70.070,37	0,447
1970	52.084,98	93.139,04	0,559
1980	80.436,41	119.002,71	0,676
1991	110.990,99	146.825,48	0,756
Taxas médias de crescimento anual			
1950/40	3,91	2,39	
1960/50	5,15	2,99	
1967/60	5,22	2,89	
1970/80	4,44	2,48	
1991/80	2,97	1,93	

Fonte - IBGE, Diretoria de Pesquisas, Departamento de População, Censo Demográfico.

A formação das regiões metropolitanas, com a consolidação de um sistema regional-urbano mais complexo em virtude dos diferentes graus de polarização exercidos pelas metrópoles, foi parte importante da nossa urbanização recente. Enquanto em 1940 a população residente nas nove principais capitais representava apenas 11,5% da população total, em 1991 as nove regiões metropolitanas formadas em torno daqueles centros, acrescidas da capital federal, abrigavam cerca de 40% da população urbana e 30% da total do país (ver tabela 2).

Sabe-se que a urbanização acelerada esteve associada à industrialização, ocorrida por meio da substituição das importações e da integração do mercado nacional. Com a industrialização, intensificaram-se as migrações internas, em um primeiro estágio pelos fluxos inter-regionais (de caráter rural-urbano) com origem no Nordeste e destino no Sudeste. As regiões polarizadas pelo Rio de Janeiro, São Paulo e Belo Horizonte, onde ampliavam-se as oportunidades de emprego, constituíram o principal repositório dos migrantes provenientes do meio rural.

A industrialização induziu, também, a expansão das fronteiras agropecuárias e de extração mineral, na medida em que ampliou-se a demanda por matérias-primas industriais e por alimentos nas cidades. Na busca da auto-suficiência e da consolidação de um amplo mercado nacional, passaram a ocorrer processos de maior integração entre regiões, entre setores econômicos e entre o Brasil urbano e o rural. As integrações eram praticamente inexistentes, ou davam-se por meio de laços econômicos muito tênues, no modelo de desenvolvimento anterior, baseado na exportação de produtos primários para os países industrializados.

TABELA 2
Brasil - População Residente nas Capitais e Regiões
Metropolitanas por elas Formadas 1940, 1960, 1980 e 1991

	1940	1960	1980	1991
Belém	206,30	399,22	999,20	1.332,80
Fortaleza	180,18	507,11	1.580,10	2.307,00
Recife	348,42	788,34	2.347,10	2.874,50
Salvador	290,44	649,45	1.766,60	2.496,50
Belo Horizonte	211,38	683,91	2.609,50	3.436,10
Rio de Janeiro	1.764,14	3.281,91	8.772,30	9.814,60
São Paulo	1.326,26	3.781,45	12.588,70	15.444,90
Curitiba	140,66	356,83	1.440,60	2.000,80
Porto Alegre	272,23	635,13	2.285,20	3.026,80
Brasília	-	139,79	1.176,90	1.601,10
Total	4.740,01	11.223,14	35.566,20	44.335,10
Popul. Urbana	12.880,18	31.303,03	80.436,41	110.990,99
Popul. Total	41.236,32	70.070,37	119.002,71	146.825,48
% s / Urbana	0,368	0,359	0,442	0,400
% s / Total	0,115	0,160	0,299	0,302

Fonte - IBGE, Diretoria de Pesquisas, Departamento de População, Censo Demográfico.

Obs.: 1940 e 1960: População presente nas capitais.

1980 e 1991: População residente nas regiões metropolitanas.

Com o avanço da industrialização e a ocupação de novas fronteiras econômicas, os fluxos migratórios, antes concentrados, passaram a diversificar-se nas suas origens e destinos. Migrantes provenientes da região Nordeste tiveram suas oportunidades ampliadas com a criação de Brasília e os oriundos do Sul ocuparam o Centro-Oeste e os cerrados, levando técnicas mais modernas de cultivo para aquelas áreas. As novas fronteiras econômicas passaram a atrair capital e trabalho de todos os quadrantes do território nacional. Foi o que ocorreu nos eixos: i) Mato Grosso do Sul/Mato Grosso/Rondônia/Acre; ii) Goiás/Tocantins/Pará; e iii) mais recentemente, no eixo do oeste da Bahia/Nordeste, em direção ao Maranhão. Em poucos países do mundo a população atingiu o grau de mobilidade geográfica ocorrida no Brasil.

Mais recentemente, a descentralização da própria atividade industrial fez com que o processo de urbanização ganhasse novos contornos. Aprofundou-se o fenômeno da metropolização, mas fortaleceram-se, também, os centros urbanos de porte médio, com expressiva capacidade de polarização regional. As migrações internas deixaram de ser predominantemente inter-regionais, com peso crescente dos fluxos intra-regionais e, mesmo, intra-estaduais. As migrações de cidades pequenas para centros urbanos de porte médio ganharam igualmente maior peso, o que provocou o esvaziamento de muitas cidades do interior.

O estado de São Paulo foi sede dos movimentos mais complexos da industrialização, da urbanização e das migrações internas. A cidade de São Paulo, como pólo industrial, foi o maior foco de atração dos fluxos migratórios inter-regionais, que aceleraram a formação da sua periferia metropolitana. Em um segundo estágio, passou a atrair os fluxos intra-regionais de caráter urbano-urbano, em especial das populações provenientes do interior do estado e estados vizinhos. A Grande São Paulo ganhou peso crescente, concentrando no início dos anos 90 a metade e um décimo, respectivamente, das populações do estado e do país.

Nos anos 80 e 90 ocorreu em São Paulo um amplo processo de descentralização industrial, com profundas repercussões no sistema urbano. Um grande número de estabelecimentos transferiu-se para os eixos polarizados pela Baixada Santista, Campinas e São José dos Campos, provocando o

fortalecimento de centros urbanos de porte médio e gerando conurbações e formações pré-metropolitanas. Atualmente, a cidade de São Paulo e sua periferia metropolitana estão passando por um grande processo de reestruturação econômica, buscando novas funções e especializações. Por essas razões, a urbanização paulista adquiriu contornos de maior complexidade, sinalizando para a necessidade de maior atenção governamental para as mudanças institucionais e a reformulação das políticas urbanas.

Na Região Metropolitana do Rio de Janeiro, por sua vez, o esvaziamento econômico persistente, o descontrole do poder público, e o aumento acelerado da marginalidade estão gerando tensões e conflitos sociais de difícil previsão quanto ao seu desfecho. Nesse caso, o ambiente metropolitano está favorecendo muito mais o retrocesso que o desenvolvimento das potencialidades decorrentes dessa forma de aglomeração humana. Em outras regiões, as transformações estão sendo significativas, com a diversificação de atividades econômicas e melhorias dos níveis de renda, embora sejam graves os desequilíbrios sociais e a marginalidade. Como se verá adiante, esses desequilíbrios rebatem-se sobre o espaço metropolitano gerando dualidades e segregações comuns a todas as regiões metropolitanas e cidades brasileiras.

É importante, portanto, analisar e debater as tendências e perspectivas da questão urbana e metropolitana, merecendo atenção especial, além das regiões metropolitanas existentes, as novas formações metropolitanas - como, por exemplo, as da Baixada Santista, recentemente institucionalizada, Campinas e Vitória -, os eixos conurbados (Vale do Paraíba) e as microrregiões polarizadas por centros de porte médio - como, por exemplo, Ribeirão Preto e Uberlândia.

Nos espaços urbanos de organização complexa, como as regiões metropolitanas e conurbações, concentram-se as grandes carências por serviços públicos, em virtude das demandas reprimidas historicamente pela falta de investimentos nas infra-estruturas urbanas. Neles estão presentes, também, os conflitos de objetivos e a falta de coordenação das políticas e ações executivas dos três níveis de governo. Fica patente a falta de estratégias e políticas mais abrangentes para a questão urbana pois, apesar dos problemas comuns, usualmente os municípios não atuam de forma cooperativa, em prejuízo das necessidades básicas dos seus habitantes. Do ponto de vista prático, deve-se buscar debater soluções institucionais que dêem suporte aos esforços conjuntos e à adequada divisão de trabalho entre a União, estados e municípios para a solução dos problemas de saneamento básico, transporte público, preservação ambiental e habitação popular, que extrapolem os limites municipais.

Além disso, será cada vez mais importante trazer o apoio da iniciativa privada e das organizações comunitárias e não-governamentais, envolvendo-as em um processo de convergência de soluções. Todavia, não se deve restringir as estratégias e políticas a serem formuladas para a questão urbana apenas ao atendimento das demandas de serviços públicos essenciais. Ao lado de solucionar problemas mais urgentes, não se deve perder de vista que a urbanização faz parte de um contexto mais amplo de inter-relação de políticas macroeconômicas e regionais. As cidades, para o bem ou para o mal, são reflexo e expressão do desenvolvimento socioeconômico do país.

1.2 A Evolução dos Espaços Urbanizados

Nos espaços urbanizados brasileiros, em especial nas metrópoles e áreas conurbadas, pode-se identificar, em geral, a conjugação de duas tendências nos processos de urbanização e de ocupação do solo: a) uma de “*tipo norte-americano*”, em que ocorre uma relativa deterioração dos espaços centrais em favor daqueles de ocupação mais recente, que segue os vetores de maior disponibilidade de serviços urbanos essenciais; e b) outra de “*tipo dualístico-subdesenvolvido*”, em que ocorre o fortale-

cimento econômico e social dos espaços centrais expandidos - portanto, do núcleo metropolitano visto globalmente - e promove o enfraquecimento da periferia.¹

No primeiro caso, repete-se - embora em escala e abrangência geográfica menores - o paradoxo das metrópoles e conurbações norte-americanas, em que as populações mais pobres vivem próximas ao centro - em terrenos que deveriam ser mais caros - e as mais favorecidas economicamente nas periferias - onde o custo da terra, por ser mais baixo, estimula o maior consumo de espaço. Assim, são elevadas as densidades demográficas nos núcleos metropolitanos e baixas nas periferias, em virtude da ocupação extensiva nestas últimas.

Uma importante consequência desse padrão de metropolização e conurbação é a formação de bolsões de pobreza intra-urbana, como os cortiços em áreas degradadas e relativamente próximas aos centros de negócios. As populações de baixo nível de renda tiram partido da localização nesses bolsões, entre outras razões, para situar-se próximo aos locais de trabalho e incorrer em menores custos de transporte. No que diz respeito às populações pobres, a contrapartida brasileira dessa tendência, além dos cortiços em áreas centrais degradadas - como nas metrópoles norte-americanas - é a formação de favelas em áreas favorecidas pela acessibilidade. De forma mais ou menos permanente, as favelas funcionam como bolsões de suprimento de mão-de-obra - ou de sobrevivência pelo subemprego - relativamente às oportunidades de trabalho mais próximas e/ou como alternativa de moradia de baixo custo.

Na segunda tendência, ocorre a conjugação do dualismo socioeconômico com a explosão demográfica das metrópoles e grandes cidades, característica da condição de subdesenvolvimento. As aglomerações urbanas, carentes de recursos para as infra-estruturas de serviços essenciais, sofrem um processo de valorização das áreas que já dispõem desses serviços, o que provoca o adensamento dos espaços centrais e de suas expansões, por meio do crescimento vertical para fins residenciais.

Esse processo favorece os habitantes com níveis mais elevados de renda, enquanto os espaços periféricos são destinados ao grande contingente de migrantes pobres. Assim, nas cidades brasileiras, parcela predominante das populações com baixos níveis de renda habita as periferias distantes. Suas viagens residência/trabalho/residência são mais longas e caras, uma vez que o quadro de forte dependência desses deslocamentos aos espaços centrais pouco tem se alterado.

Da mesma forma, a disponibilidade de serviços públicos essenciais (água, esgoto, coleta de lixo, entre outros) beneficia os que habitam os espaços mais centrais em detrimento dos moradores periféricos. Os mais favorecidos em termos de renda, ao adquirir ou alugar um imóvel, adquirem simultaneamente bens complementares: a acessibilidade e a disponibilidade de serviços públicos, beneficiando-se, portanto, de um "custo negativo" pela economia com o transporte, ao contrário do que ocorre com os segmentos mais pobres das periferias.

Diferentemente do que ocorreu nas metrópoles norte-americanas, entre nós a substituição do transporte público pelo individual não contribuiu para o fortalecimento das periferias metropolitanas. Sabe-se que a elevada correlação entre o crescimento da frota de automóveis e o da renda disponível do setor privado no longo prazo revela um processo inexorável de associação dos veículos particulares à elevação dos padrões de vida e à crescente mobilidade dos indivíduos nas modernas sociedades de consumo de massa, com elevado grau de urbanização. [Barat (1991-a, cap. 3)].

A tendência de participação crescente dos automóveis na composição das frotas e sua maior concentração espacial nas grandes metrópoles também é um fenômeno universal. No Brasil, porém, a concentração espacial tornou-se mais acentuada em razão dos fortes desequilíbrios nas distribuições

¹ A respeito dessa conceituação, ver Barat (1978, cap. 10) e Barat, (1979, cap. 3).

regional e pessoal da renda. O fenômeno revestiu-se ainda de maior gravidade, à medida que a frota de automóveis concentrou-se nos espaços centrais expandidos das metrópoles, tornando-se o meio principal de locomoção das camadas mais favorecidas. O transporte público - principalmente ônibus e trens - é o meio de deslocamento das populações de baixa renda das periferias. Dessa forma, o automóvel particular não teve, entre nós, o amplo papel estruturador dos subúrbios e periferias afluentes ou abastadas - por propiciar ampla acessibilidade e mobilidade aos seus habitantes - como ocorreu nos Estados Unidos desde os anos 20.

Os graves problemas de circulação nas metrópoles brasileiras se devem, assim, ao elevado grau de concentração das frotas, às deficiências estruturais dos sistemas viários, à deterioração acelerada das condições de pavimento das vias urbanas e à falta de condições adequadas de sinalização e policiamento necessárias à segurança do tráfego. Acrescente-se, ainda, a falta de alternativas de transporte sobre trilhos. Daí as situações de congestionamento crônico e crescente, freqüentemente mais graves que as encontradas nas metrópoles dos países mais desenvolvidos.

Outra diferença importante em relação à urbanização norte-americana diz respeito às densidades demográficas. Nas metrópoles brasileiras, embora as densidades das periferias sejam, via de regra, menores que aquelas dos espaços centrais expandidos, nelas os padrões de uso e ocupação do solo são também de caráter intensivo, em virtude do parcelamento do solo em pequenos lotes e, mesmo, da ocupação e verticalização desordenadas, que ocorrem apesar das carências infra-estruturais. A repetição dos padrões dos núcleos metropolitanos nas periferias tornam os desníveis de densidades bem menos acentuados que os existentes nas metrópoles norte-americanas.

Uma abordagem mais abrangente da questão das densidades e do conceito de "qualidade de vida" é essencial para melhor compreender a dicotomia núcleo/periferia nos espaços urbanizados complexos, como as regiões metropolitanas, formações pré-metropolitanas e eixos conurbados (ver tabela 3). É essencial, também, para uma reflexão mais profunda a respeito das perspectivas futuras do desenvolvimento urbano brasileiro.

TABELA 3
Município de de São Paulo - Densidades Demográficas
em Distritos Selecionados 1992

	População	Área (em km ²)	Densidade (em hab./km ²)	
Área central (centro histórico e proximidade)			Média	16.986,8
Bom Retiro	36.136	3,9	9.265,6	
Liberdade	76.245	3,7	20.606,8	
República	57.797	2,3	25.129,1	
Sé	27.186	2,1	12.945,7	
Centro expandido			Média	19.071,8
Bela Vista	71.825	2,6	27.625,0	
Consolação	66.590	3,7	17.997,3	
Itaim Bibi	107.497	2,6	41.345,0	
Jardim Paulista	108.138	10,0	10.813,8	
Moema	77.340	8,9	8.689,9	
Perdizes	108.840	6,1	17.842,6	
Pinheiros	78.644	7,9	9.954,9	
Santa Cecília	85.629	3,9	21.956,2	
Vila Mariana	132.622	8,6	15.421,2	
Desdobramento do centro expandido			Média	12.106,9
Campo Belo	77.912	8,8	8.853,6	
Casa Verde	96.396	7,1	13.576,9	
Ipiranga	101.533	10,3	9.857,6	
Jabaquara	214.350	14,1	15.202,1	
Santana	137.679	12,6	10.926,9	
Saúde	126.596	8,9	14.224,3	

(Continua)

(Continuação)

	População	Área (em km ²)	Densidade (em hab./km ²)	
			Média	
Anel periférico próximo			Média	13.674,7
Aricanduva	96.512	6,6	14.623,0	
Carrão	87.396	7,5	11.652,8	
Freguesia do Ó	152.672	10,5	14.540,2	
Limão	90.422	6,3	14.352,7	
Penha	133.001	11,3	11.770,0	
Sacomã	211.200	14,2	14.873,2	
São Lucas	152.036	9,9	15.357,2	
Sapopemba	257.617	13,5	19.082,7	
Tatuapé	81.840	8,1	10.103,7	
Vila Maria	122.622	11,8	10.391,7	
Anel periférico externo			Média	10.704,6
Campo Limpo	159.471	12,8	12.458,7	
Capão Redondo	193.497	13,6	14.227,7	
Cidade Ademar	230.784	12,0	19.232,0	
Cidade Dutra	168.621	29,3	5.755,0	
Cidade Tiradentes	96.281	15,0	6.418,7	
Ermalino Matarazo	95.609	8,7	10.989,5	
Guaianazes	81.373	8,6	9.462,0	
Itaquera	175.366	14,6	12.011,4	
Jaçanã	86.830	7,8	11.132,1	
Jardim Ângela	178.373	37,4	4.769,3	
Jd. São Luis	204.284	24,7	8.270,6	
São Miguel	102.964	7,5	13.728,5	
Município	9.646.185	1.509,0	Média	6.392,4

Fonte: Sumário de Dados da Grande São Paulo - EMLASA, 1994.

Cabe ter presente que os distritos e bairros periféricos enfrentam, via de regra, todas as desvantagens das elevadas densidades demográficas, dos estrangulamentos à circulação de veículos e dos engarrafamentos crônicos, além da poluição e da pouca disponibilidade de áreas verdes. Apresentam, adicionalmente, a desvantagem de abrigar populações mais pobres e com empregos em locais afastados - freqüentemente, portanto, na condição de "áreas dormitórios" - e serem mais carentes de investimentos públicos nas infra-estruturas urbanas. A compreensão desse quadro de desigualdades, que se rebate espacialmente, é essencial para uma perspectiva mais ampla das questões urbana e metropolitana.

O conceito de "qualidade de vida" por critérios mais atuais não se restringe apenas à poluição e circulação de veículos. Na verdade, o maior acesso a educação, saúde, moradia, lazer, segurança e justiça é um dos pressupostos básicos da qualidade de vida nas metrópoles. Em uma metrópole como São Paulo, por exemplo, sabe-se que os distritos e bairros, tanto do chamado centro expandido e seus desdobramentos, quanto dos anéis periféricos, sofrem com os problemas de tráfego e poluição, sendo que as periferias, usualmente, de forma mais aguda em virtude das graves deficiências dos seus sistemas viários.

O que diferencia basicamente o núcleo da periferia em uma metrópole como São Paulo - assim como nas demais metrópoles brasileiras - é o *nível de renda*; a *disponibilidade de serviços públicos* e a *acessibilidade*. O centro expandido e seus desdobramentos mais próximos apresentam indicadores de qualidade de vida bastante superiores aos das periferias imediata e remota, o que não é surpreendente em razão do roteiro conceitual apresentado anteriormente.

Assim, os distritos que compõem a cidade se colocam em posição mais desvantajosa à medida que se afastam do centro expandido, o que fica muito claro pela análise de alguns indicadores selecionados (ver tabela 4). Em resumo, constata-se que:

TABELA 4
Município de São Paulo - Indicadores Seleccionados de Qualidade de Vida

	Renda média mensal acima de 15 SM do chefe do domicílio	População analfabeta (%) 1991	População com mais de 60 anos (%) 1991	Ligações à rede geral de esgotos (%) ano de 1991	Nº médio de cômodos p/domicílio 1992	Mort. Infantil p/mil nascidos 1992	Rel. nº esc. Partic./ esc. públicas (%) 1991
Área central (centro histórico e proximidade)							
Bom Retiro	7,6	7,5	13,2	99,2	5,2	15,58	3,50
Liberdade	19,5	6,5	12,5	98,9	5,4	15,96	2,00
República	10,7	5,3	11,9	99,7	5,3	n.d.	n.d.
Sé	5,3	3,1	8,8	99,1	3,7	20,83	1,00
Média	10,78	5,60	11,60	99,23	4,92	17,46	2,17
Centro expandido							
Bela Vista	23,8	5,2	13,4	99,5	5,6	28,52	1,60
Consolação	32,8	3,9	17,2	99,9	7,3	21,95	n.d.
Itaim Bibi	37,4	6,2	12,9	96,6	7,8	n.d.	n.d.
Jardim Paulista	45,6	3,8	17,1	99,8	8,8	13,97	4,75
Moema	46,9	4,3	13,4	99,3	8,5	n.d.	n.d.
Perdizes	35,6	4,4	14,3	99,2	7,7	14,97	3,64
Pinheiros	36,8	3,8	16,2	99,8	8,1	13,54	4,50
Santa Cecília	18,1	5,8	14,8	99,1	6,6	24,50	6,67
Vila Mariana	33,5	4,3	15,4	99,5	7,4	17,44	5,13
Média	34,50	4,63	14,96	99,19	7,51	19,27	4,38
Desdobramento do centro expandido							
Campo Belo	34,8	7,1	11,1	93,1	8,0	n.d.	n.d.
Casa Verde	8,5	7,5	10,8	98,3	5,3	23,51	0,80
Ipiranga	12,1	7,2	14,8	97,1	5,7	18,98	0,79
Jabaquara	10,7	10,4	7,7	91,1	5,1	27,19	0,63
Santana	20,9	6,7	13,0	96,4	8,3	18,63	0,83
Saúde	25,4	4,8	14,3	98,8	6,7	17,62	1,32
Média	18,73	7,28	11,95	95,80	6,50	21,19	0,87
Anel periférico próximo							
Aricanduva	9,3	9,9	7,4	87,7	5,1	n.d.	n.d.
Carrão	7,3	8,2	12,4	96,8	5,4	n.d.	n.d.
Freguesia do Ó	6,4	9,9	8,6	97,5	4,9	27,73	0,20
Limão	5,6	10,1	8,0	92,6	4,8	25,84	0,45
Penha	6,4	7,9	12,3	94,4	5,1	21,19	0,40
Sacomã	7,2	10,8	7,4	88,5	4,8	n.d.	n.d.
São Lucas	5,2	10,3	8,6	92,9	4,8	n.d.	n.d.
Sapopemba	1,9	13,6	4,8	81,8	4,4	29,45	n.d.
Tatuapé	1,6	12,1	15,9	98,5	6,2	21,18	0,58
Vila Maria	4,9	12,2	9,0	90,1	4,6	22,16	0,64
Média	5,58	10,50	9,44	92,08	5,01	24,59	0,46
Anel periférico externo							
Campo Limpo	5,1	15,1	4,2	76,4	4,6	n.d.	n.d.
Capão Redondo	3,2	15,9	3,5	69,6	4,4	33,41	n.d.
Cidade Ademar	6,4	15,1	4,6	75,7	4,6	n.d.	n.d.
Cidade Dutra	6,2	13,8	4,7	70,1	4,9	n.d.	n.d.
Cidade Tiradentes	0,4	15,6	2,5	87,4	4,4	n.d.	n.d.
Ermalino Matarazo	2,6	12,5	5,5	80,4	4,4	23,99	0,15
Guaiunazes	0,9	18,1	4,0	69,5	4,3	35,64	0,05
Itaquera	2,0	12,8	5,1	84,8	4,7	30,81	0,11
Jaçanã	4,6	9,2	8,6	85,3	4,9	n.d.	n.d.
Jardim Ângela	1,2	17,1	3,0	55,8	4,0	n.d.	n.d.
Jd. São Luís	3,6	14,9	4,0	74,9	4,3	n.d.	n.d.
São Miguel	2,4	13,5	6,5	90,6	4,3	28,50	0,11
Média	3,22	14,47	4,67	76,71	4,48	30,87	0,11
Município de São Paulo	10,75	11,1	8,07	86,31	5,28	25,23	0,58

Fonte: Sumário de Dados da Grande São Paulo - EMLASA, 1994.

- *decrece* a participação percentual dos rendimentos médios mensais acima dos 10 salários-mínimos, dos chefes de família nos domicílios;
- *crece* a participação percentual do contingente de analfabetos, em todas as faixas etárias, no total da população residente;
- *decrece* a participação percentual do contingente de idosos (mais de 60 anos) no total da população residente;
- *decrece* a participação percentual das ligações dos domicílios à rede geral de esgotos sanitários;

- *decrece* o número médio de cômodos por domicílio;
- *crece* o índice de mortalidade infantil (mortos por mil nascidos vivos); e
- *crece* a ocorrência de crimes contra a pessoa (número por mil habitantes).

Os indicadores revelam a grave realidade metropolitana: via de regra, o afastamento dos espaços centrais implica a condição mais desfavorável relativamente à disponibilidade de serviços públicos e ao acesso pleno à cidadania.

A análise relativa à evolução do sistema urbano brasileiro e a conceituação comparativa entre Brasil e Estados Unidos sobre a evolução dos espaços urbanizados, feitas anteriormente, servem para mostrar que o problema das infra-estruturas urbanas diz respeito basicamente ao desequilíbrio existente entre os espaços centrais e as periferias, ou seja, o desequilíbrio entre espaços adensados com maior disponibilidade de infra-estruturas - freqüentemente, porém, com serviços ineficientes - e espaços periféricos que compõem o tecido metropolitano com graves deficiências e carências na oferta de serviços públicos. É importante repetir que nas periferias carentes são freqüentes os adensamentos, o que torna ainda mais grave os estrangulamentos na oferta dos serviços infra-estruturais.

A inconsistência das políticas públicas e a carência crônica de recursos para investimentos foram causas relevantes desses estrangulamentos. Cabe, portanto, examinar o processo de urbanização e provisão dos serviços públicos pela perspectiva *institucional* e dos mecanismos de *financiamento*, para os setores de: i) transporte público; ii) saneamento básico; e iii) habitação popular, para que se possa analisá-los de forma mais abrangente. É o que será feito no capítulo a seguir.

2. O QUADRO INSTITUCIONAL E OS MECANISMOS DE FINANCIAMENTO

2.1 A Urbanização e os Serviços Públicos

As atuais regiões metropolitanas brasileiras e um expressivo número de aglomerações urbanas de grande porte tiveram os primórdios dos seus processos de crescimento e suburbanização baseados no transporte sobre trilhos e na provisão de serviços públicos urbanos. As concessionárias privadas que operavam os serviços de transporte ferroviário e de bondes tiveram seus interesses freqüentemente associados à provisão de serviços de saneamento básico (água e esgoto), distribuição de energia, redes de telefonia e distribuição de gás canalizado. Promoveram, assim, a urbanização de novas áreas e o atendimento das demandas naquelas já consolidadas.

Os ritmos acelerados de crescimento urbano, as pressões do processo migratório campo-cidade e as dificuldades impostas à reposição e modernização dos materiais rodantes e equipamentos - como decorrência da crise do comércio exterior dos anos 30, o posterior fechamento da economia para o ciclo da industrialização via substituição de importações e as imposições da Segunda Grande Guerra - impuseram, gradualmente, a decadência do transporte sobre trilhos e certa estagnação na provisão dos serviços públicos. À intensificação do processo de industrialização dos anos 50 correspondeu uma urbanização caracterizada pela ocupação desordenada das periferias, o crescimento explosivo de favelas e cortiços, e a verticalização abrupta dos espaços centrais infra-estruturados.

2.2 O Transporte Público

2.2.1 Uma Perspectiva Histórica

O transporte sobre trilhos foi, de início, suplementado pelos ônibus, dada a sua incapacidade de ampliar a oferta, em decorrência de políticas públicas equivocadas e do crescimento explosivo da demanda. O desenvolvimento da indústria automobilística propiciou, nos anos 60, a substituição quase total do transporte por trens suburbanos e bondes pelos ônibus, microônibus e lotações. Sabe-

se que os transportes sobre trilhos contribuíram, de forma decisiva, para a configuração atual das regiões metropolitanas e aglomerações urbanas brasileiras, na medida em que os principais corredores foram por eles definidos. Esses corredores mantiveram-se até hoje, apesar da substituição mencionada. Não resta dúvida, porém, que os transportes sobre pneus consolidaram um processo de agregação de periferias metropolitanas de baixa renda e de adensamento urbano, talvez sem paralelo nos países em desenvolvimento.

Os anos 70 já assinalavam um predomínio absoluto do transporte coletivo por ônibus em relação aos remanescentes da modalidade ferroviária, mesmo nos subúrbios mais distantes por ela servidos. Acrescendo-se a esse fenômeno o explosivo aumento da frota de automóveis, a maior parte dos deslocamentos residência-trabalho-residência passou a ser feita em distâncias cada vez maiores, com a saturação crescente das vias urbanas e, portanto, com tempos médios de viagens crescentes.

As repercussões negativas desse processo sobre a qualidade de vida urbana e sobre a produtividade do trabalho foram de grande vulto. Os congestionamentos crônicos e o excesso de veículos impuseram uma pesada carga de poluição do ar e sonora à população urbana. Além disso, o tempo médio de imobilização do trabalhador urbano no transporte coletivo aumentou consideravelmente, principalmente nas regiões metropolitanas de São Paulo e Rio de Janeiro, onde trabalhadores chegam a despender, muitas vezes, de três a quatro horas do seu dia com o transporte.

2.2.2 O Quadro Institucional

A desorganização dos transportes públicos ao longo dos anos 60 e 70 afetou, sem dúvida, a produtividade dos setores industriais e de serviços, e gerou um estado de tensão permanente nas populações mais pobres e dependentes do transporte. As depredações freqüentes e os graves acidentes que decorreram da falta de manutenção adequada dos trens suburbanos, o declínio rápido na qualidade dos serviços de ônibus - com a superlotação, aumento do tempo de viagens e acidentes - e a falta de alternativas mais modernas nos corredores de alta densidade de tráfego levaram o governo federal a definir, em 1975, uma *Política Nacional de Transportes Urbanos*. Esta passou a contrastar claramente com as prioridades anteriores de investimento dadas pelos governos locais, que favoreciam os automóveis por meio de vias expressas, vias elevadas e túneis.

Até então, não havia nenhuma menção, nos planos do governo federal, aos transportes urbanos e metropolitanos. Estes eram vistos, pela União, como um problema de natureza local, portanto de responsabilidade dos municípios e, quando muito, estadual. Isso fez com que não houvesse nenhum mecanismo institucional definido para assegurar estratégias, planos e transferências de recursos aos transportes urbanos [Barat (1991-a, cap.3)].

Em 1975, foi criada, ainda, a Empresa Brasileira de Transportes Urbanos - EBTU. Juntamente com a EBTU, o governo federal criou um mecanismo de financiamento baseado em Adicionais ao Imposto Único Sobre Combustíveis e Lubrificantes - IULCLG - e, posteriormente, à Taxa Rodoviária Única - TRU -, que passaram a compor o Fundo de Desenvolvimento dos Transportes Urbanos - FDTU -, como uma subconta do recém-criado Fundo Nacional de Desenvolvimento Urbano - FNDU. Os recursos do FDTU foram destinados a projetos de transporte de massa, como metrô, trens metropolitanos e corredores de ônibus de média capacidade.

Nesse sentido, as prioridades da EBTU foram dadas, no Rio e São Paulo, para a recuperação dos trens de subúrbio e a consolidação dos metrô e, em Recife, Belo Horizonte e Porto Alegre, para novos trens metropolitanos. Além disso, foi dada prioridade à implantação de soluções de baixo custo para o transporte de massa, na forma de corredores com faixas privativas ou preferenciais para ônibus, implantadas em Curitiba, Goiânia, Porto Alegre e São Paulo. Em ambas as concepções, es-

tava fortemente presente a preocupação governamental de reduzir a dependência energética dos derivados de petróleo ou em racionalizar o seu uso, diante dos efeitos do primeiro "choque" da crise do petróleo.

2.2.3 O Financiamento

As desvinculações ocorridas com os tributos setoriais também atingiram os adicionais que compunham o FDTU a partir de 1982, reduzindo substancialmente os recursos federais para o transporte urbano (ver tabela 5). Com a extinção da EBTU, pela Lei nº 8.029, de 12/04/90, a União retirou o apoio a programas e projetos desse setor, excetuando-se decisões específicas e isoladas, como ocorreu mais recentemente com o metrô de Brasília.

TABELA 5
Brasil - Evolução dos Investimentos em Transportes Urbanos (EBTU)
1970-1990 (em dólares correntes)

Anos	EBTU	%/Total	Total Geral
1970	-	-	520,5
71	-	-	841,9
72	-	-	1.019,10
73	-	-	1.454,20
74	-	-	1.798,40
75	-	-	2.556,10
76	113,3	4,19%	2.705,80
77	225,3	9,18%	2.455,10
78	258,9	10,75%	2.407,30
79	175,6	10,38%	1.691,30
1980	163,5	6,84%	2.389,80
81	181,8	7,55%	2.407,40
82	102,2	4,71%	2.171,00
83	105,1	7,92%	1.327,30
84	183,2	14,71%	1.245,80
85	109,4	11,31%	967,1
86	0	0,00%	1.798,90
87	0	0,00%	1.305,80
88	-	-	814,7
89	-	-	581,6
1990	-	-	419,5
1970-1990	1.618,30		32.878,60

Fonte: Ministério dos Transportes - GEIPOP.

Nos anos 80, especialmente a partir de 1984, com a prolongada recessão econômica que impôs uma grave restrição nos recursos disponíveis para investimentos, tanto por parte do governo federal como de estados e municípios, a tendência de melhoria e modernização dos transportes públicos sofreu uma paralisação e, em alguns casos, um retrocesso drástico. Programas de investimentos desativados ou paralisados, assim como a deterioração operacional nos sistemas de transporte de massa (trens metropolitanos, metrô e barcas) foram a marca dos anos 80.

A análise da tendência da composição das fontes de financiamento dos sistemas de metrô e trens metropolitanos a partir de 1980, por exemplo, mostra a crescente dependência das empresas operadoras às transferências dos Tesouros estadual ou federal (no caso da CBTU). Com efeito, houve a redução drástica dos recursos provenientes das instituições de fomento e de crédito, nacionais e internacionais, destinados aos investimentos nas infra-estruturas, material rodante, equipamentos e instalações de apoio.

No caso do Sistema BNDES/FINAME, houve o impedimento formal ao financiamento de entidades públicas por resolução do Banco Central. No caso dos créditos internacionais, a redução dos recursos deu-se em função do prolongado quadro recessivo da economia brasileira e das dificuldades na negociação da dívida externa após a crise de 1982. Em São Paulo, a retirada do suporte financeiro do BNDES, tanto ao metrô, quanto à FEPASA e à CBTU, a partir de 1987, refletiu, sem dúvida, um dos importantes aspectos do colapso nos mecanismos de financiamento dos investimentos nos transportes metropolitanos sobre trilhos.

Somando-se, ainda, o declínio nas entradas de recursos externos - tanto os créditos de instituições de fomento, quanto aqueles destinados aos suprimentos de materiais -, configurou-se uma crise de gravíssimas proporções, que atingiu particularmente o transporte sobre trilhos. Evidenciou-se, então, a ausência de uma política nacional para o setor de transportes urbanos que, sob a liderança do governo federal, pudesse dar suporte à consolidação de sistemas integrados, tendo os eixos de transporte sobre trilhos da alta capacidade como indutores de uma urbanização mais planejada.

A escolha correta de setores prioritários de atuação, a definição de recursos institucionais de longo prazo, bem como o exercício da capacidade indutora do crescimento urbano são, sem dúvida, atribuições de governo no campo dos transportes urbanos, daí a necessidade de estratégias e políticas públicas nos três níveis decisórios. Essas atribuições foram prejudicadas, no entanto, pela ineficiência de um poder público anacrônico, patrimonialista e empreguista, que gerou desequilíbrios financeiros colossais [Barat (1991b)] ao assumir a operação de segmentos do transporte, colocando, via de regra, as empresas públicas em situação de insolvência e incapacidade de investir.

2.2.4 A Situação Atual

O transporte coletivo por ônibus - operado por permissionárias privadas em sua quase totalidade - é o meio predominante em todas as regiões metropolitanas e grandes cidades do país, por ter sido capaz de responder aos acréscimos e exigências da demanda. Os ônibus são responsáveis por cerca de 90% do total de passageiros-quilômetro urbanos e metropolitanos movimentados pelo transporte público no país.

Apesar de sua importância, o transporte coletivo por ônibus enfrentou e vem enfrentando graves problemas. A elevação de custos operacionais em contraposição a políticas tarifárias restritivas inibiu, freqüentemente, a renovação das frotas. O temor de tensões sociais, por sua vez, induziu à soluções pela via das encampações ou estatizações, que redundaram em grandes fracassos, principalmente devido à incapacidade financeira e gerencial do poder público de operar sistemas, em geral, de configuração semi-artesanal e sem propiciar grandes economias de escala.

Do ponto de vista social, os anos 80 ressaltaram a conscientização crescente, por parte das autoridades governamentais, da necessidade de rompimento do "círculo de ferro" custo/tarifa, especialmente no transporte por ônibus. Várias iniciativas foram tomadas no campo das políticas tarifárias, tais como tarifas integradas, tarifas zonais e, sobretudo, formas de remuneração das permissionárias contratadas pela produção, com as diferenças entre tarifas e custos cobertas por subsídios governamentais. Entretanto, a criação do vale-transporte foi um importante avanço em termos da concessão de subsídio direto ao usuário, embora os problemas oriundos da insuficiência de renda continuem presentes no que diz respeito à população trabalhadora subempregada ou desempregada.

Cabe ressaltar que persiste como regra uma grave crise estrutural no transporte coletivo por ônibus, principalmente nas regiões metropolitanas, que historicamente, como já foi apontado, tem atendido a grande massa da população de baixa renda que mora nas periferias. A crise se resume nas seguintes tendências:

- *aumento da oferta com queda no número de passageiros transportados* - em São Paulo, entre 1985 e 1996, o total de passageiros por dia útil caiu de 6,5 para 6,15 milhões, enquanto a frota aumentou de 8,2 para 10,9 mil;
- *queda da velocidade comercial* - em São Paulo, entre 1985 e 1996, a velocidade média dos ônibus caiu de 21 para 14 quilômetros por hora;
- *queda da eficiência em termos de passageiros transportados por veículo e por quilômetro* - em São Paulo, entre 1985 e 1996, o número de passageiros por veículo e por dia caiu de 785 para 558;
- *aumento dos custos operacionais*, em função dos fatores assinalados; e
- *aumento descontrolado do transporte clandestino*, que pela operação irregular de ônibus e peruaas, contribui para o declínio mais rápido da demanda nos ônibus.

O caso da cidade de São Paulo merece uma reflexão mais aprofundada, pois a gravidade da crise ameaça a evolução futura do transporte coletivo. Com efeito, a queda progressiva da arrecadação do sistema - com a remuneração baseada no rateio proporcional da receita total - ameaça o seu equilíbrio econômico-financeiro e compromete as possibilidades de modernização e aumento de produtividade.

À crise do transporte por ônibus acresce que a falta de investimentos nos sistemas de transportes de massa sobre trilhos está impondo uma deterioração acelerada das instalações fixas, do material rodante e dos equipamentos de apoio, além de impossibilitar os aumentos de capacidade e as expansões físicas. Essa crise é o reflexo de uma crise maior: a falta de políticas e de uma exata definição do papel do poder público em uma economia em rápido desenvolvimento industrial.

Ademais, o declínio na qualidade dos serviços de transportes urbanos, os congestionamentos crônicos e a dependência excessiva do transporte coletivo em ônibus impõem às populações de baixa renda altos custos de transporte, longos tempos de viagens, elevados índices de acidentes e rápida degradação ambiental. Esses padrões de transporte urbano são incompatíveis com uma economia urbano-industrial que já atingiu a dimensão e complexidade que a coloca entre as doze primeiras do mundo. Os transportes urbanos podem, na verdade, comprometer a plena continuidade da industrialização e da modernização brasileiras.

Por fim, importa destacar que, até hoje, não se tem uma definição institucional quanto às funções da União, nem o nicho das ações executivas e do planejamento dos transportes urbanos, consideradas uma perspectiva nacional e as interfaces desse setor com políticas sociais, urbanas e industriais mais abrangentes. Ao se eximir de responsabilidade, o governo federal passou a considerar o transporte urbano como assunto de interesse local, um retrocesso em relação aos avanços obtidos nos anos 70. Os sistemas de trens urbanos da CBTU estão sendo transferidos para os estados - já o foram os de São Paulo e Rio de Janeiro -, e após a extinção da EBTU não se fixou a responsabilidade pelas estratégias, políticas, financiamentos e interfaces em nenhum órgão da administração federal. Cabe ao BNDES a avaliação de projetos isolados de interesse de estados e municípios.

2.3 O Saneamento Básico²

2.3.1 Uma Perspectiva Histórica

A preocupação com o saneamento ganhou ímpeto em fins dos anos 60. Diagnóstico do setor feito pelo recém-criado Banco Nacional de Habitação - BNH - constatou que: i) a prestação de serviços de água e esgoto era realizada tradicionalmente pelos municípios; ii) aqueles com maior disponibi-

² O texto desta seção está, em grande parte, baseado no estudo especial *Infra-estrutura e retomada do desenvolvimento: saneamento ambiental*, coordenado por Josef Barat e elaborado por Hadjimu Miyashita e Sandra Inês Baraglio Granja, técnicos da FUNDAP, publicado no *Boletim indicadores Antecedentes*, nº 23, out/dez 1996.

dade de recursos financeiros conseguiam, via de regra, prestá-los mais adequadamente; iii) a maioria, porém, não conseguia ofertá-los com parâmetros de qualidade aceitáveis; iv) o abastecimento de água servia a menos de 50% da população urbana; v) o esgotamento sanitário apresentava índice pior, pois somente 24% da população urbana era servida com rede coletora, mas sem tratamento adequado; vi) os orçamentos e tarifas municipais eram insuficientes para cobrir custos e necessidades de investimentos; vii) o setor era visto de forma estanque, com multiplicidade de funções concorrentes nos órgãos municipais; e viii) o desequilíbrio crescente entre demanda e oferta de água apontava para o agravamento dos problemas sociais nas cidades.

Já havia, na época, por parte de setores ligados ao planejamento, a consciência de que este cenário comprometia os objetivos de desenvolvimento econômico-social, afetando as atividades industriais e as condições de saúde. Os setores militares, por seu turno, preocupavam-se com as repercussões sociais das precárias condições sanitárias. Como resposta ao diagnóstico foi implantado o Plano Nacional de Saneamento - PLANASA -, formulado e executado pelo BNH a partir de 1971, que privilegiava o abastecimento de água e esgotamento sanitário domésticos para as áreas urbanas.

Coube às unidades federadas elaborar seus respectivos planos estaduais, de acordo com as definições estabelecidas pelo banco. A adesão ao sistema, por meio da criação de empresas estaduais atuando como concessionárias prestadoras de serviços aos municípios, foi condicionada ao repasse maciço de recursos financeiros a essas empresas, para dar assistência técnica e operar os sistemas das prefeituras.

O PLANASA objetivou: i) reverter o déficit do setor atendendo à crescente demanda pelos serviços e instituindo, de forma centralizada, as funções de planejamento, coordenação e formulação de política tarifária; ii) reduzir custos operacionais pelas economias de escala, pois as empresas estatais concentrariam esforços para a ampliação do sistema no maior número possível de municípios; e iii) desenvolver a capacitação técnica para o setor. A elaboração dos Planos Estaduais de Saneamento contou com a participação de equipes do BNH, que dispunham de metodologias e critérios de avaliação.

As funções executivas foram descentralizadas por meio do Sistema Financeiro de Saneamento - SFS - em cada estado. Assim, as Empresas de Saneamento Básico Estaduais - ESBE - passaram a ser responsáveis pela execução de obras e pela operação dos sistemas. Ao BNH, órgão central do SFS, coube a fixação de normas, o controle, a coordenação, a análise e a aprovação dos Planos Estaduais de Saneamento, em especial com relação à viabilidade técnica e tarifária, monitorando também os custos das concessionárias estaduais.

A execução do PLANASA deu-se, assim, no âmbito das ESBE, para as quais foi estabelecido o objetivo de tornar-se auto-sustentáveis, para, em última análise, amortizar os empréstimos junto ao BNH. Este último repassava os recursos aos bancos estaduais (na qualidade de agentes financeiros e representantes, depositários e mutuários das operações financeiras do SFS) e aos governos estaduais, responsáveis pelas integralizações dos Fundos de Financiamento para Água e Esgotos - FAE assim como pelas contrapartidas aos empréstimos concedidos. Para garantia de adesão dos municípios, a entidade estadual incumbida de promover a política de saneamento negociava a participação financeira dos governos municipais nos projetos de melhorias e expansões, submetendo-os ao BNH e obtendo as concessões dos municípios para a empresa estadual. Esta, como concessionária, realizava os investimentos necessários, com os recursos repassados pelo agente financeiro, viabilizando assim a prestação de serviços aos municípios.

Em fins dos anos 70, aproximadamente 3 mil municípios dos quase 4 mil existentes na época eram vinculados ao PLANASA, com serviços prestados pelas ESBE sendo que nos demais a prestação era autônoma. Note-se que, em termos populacionais, a atuação das ESBE foi muito significativa,

uma vez que foram responsáveis por projetos que envolviam grandes escalas de abastecimento de água e esgotamento sanitário nas regiões metropolitanas e áreas conurbadas.

As causas da desarticulação e exaustão do modelo PLANASA já foram objeto de inúmeras análises, não cabendo abordá-las no escopo deste estudo. Talvez se possa sintetizar a causa essencial: na verdade, a amortização dos financiamentos concedidos no âmbito do Sistema Financeiro de Saneamento seria basicamente o mecanismo de garantia de continuidade do PLANASA. No entanto, as crescentes discrepâncias entre as taxas de retorno consideradas adequadas aos projetos e as taxas de juros a serem pagas no reembolso dos financiamentos geraram um processo cumulativo de inadimplências que acabaram por comprometer, nos anos 80, a tão almejada continuidade.

2.3.2 O Quadro Institucional

Após a desarticulação institucional ocorrida ao longo dos anos 80 e 90, com seus efeitos ainda presentes, busca-se uma alternativa que consubstancie um novo pacto federativo e mecanismos inovadores de financiamento para o setor de saneamento. No entanto, as definições de competência não são muito claras no texto constitucional. Identifica-se, mesmo, uma certa ambigüidade na repartição de funções entre a União, os estados e municípios. O município é o poder concedente, mas alguns casos podem condicionar a competência municipal, em termos de formas de organização regional previstas na Constituição. Se considerada a abrangência do conceito de saneamento e suas inevitáveis interfaces com os aspectos relacionados à saúde pública, ao meio ambiente, assim como ao gerenciamento dos recursos hídricos (*integração horizontal*), a definição de competências entre os níveis de governo (*integração vertical*) torna-se ainda mais complexa.

Uma vez conceituados como sistemas nacionais, o saneamento, a saúde, o meio ambiente e os recursos hídricos têm, cada um, estruturas decisórias e mecanismos de financiamento diferenciados no que diz respeito à descentralização. Tais estruturas e mecanismos revelam-se conflitantes entre si em situações onde se buscam ações governamentais integradas. A tendência do texto constitucional é a da abordagem claramente descentralizadora dos investimentos sociais, valorizando a ação dos municípios, por estarem mais próximos das demandas locais.

Note-se, porém, que nem sempre ficam explícitas as divisões de responsabilidades entre os níveis de governo. Tampouco são levadas em conta as heterogeneidades presentes num país de dimensão continental e fortes desequilíbrios socioeconômicos como o Brasil, uma vez que o tratamento dado a estados e municípios é, basicamente, isonômico. A esse respeito, acrescenta-se que fatores intervenientes na busca de novas definições de competência foram pouco considerados em termos da definição de unidades territoriais de planejamento e gestão.

Pelas articulações institucionais nas regiões metropolitanas e bacias hidrográficas, exercita-se hoje o poder regulador, na prática, por meio de contratos firmados, sejam da concessionária com o poder concedente, ou do governo federal com o mutuário. Dessa forma, um ordenamento institucional será vital para definir a "*jurisdição*" da prestação de serviços, e quem irá regulá-lo quando os serviços forem de âmbito supramunicipal, regional, estadual, interestadual ou nacional.

Além da gestão por bacias hidrográficas, a prestação de serviços de saneamento está se tornando cada vez mais complexa, pois envolve, dentre outras possibilidades, a compatibilização de: i) planos diretores municipais entre si; ii) planos regionais de desenvolvimento econômico com planos diretores municipais; iii) gestões de bacias interestaduais que atualmente tem um forte componente no tratamento de esgotos sanitários; e iv) planos regionais com planos estaduais. A partilha de responsabilidade e da titularidade na prestação de serviços deverá ser, portanto, um dos critérios adotados para

que a articulação entre as esferas se traduza em sinergia para a ampliação da cobertura do atendimento dos serviços de saneamento.

Uma questão de grande relevância no futuro será a da cobrança de resultados e qualidade por parte dos clientes. Como se trata de um monopólio, a concessionária de serviços de saneamento não dispõe de preços em função das ofertas na competição pelo mercado, valendo-se de tarifas que cobrem os custos dos investimentos, e as despesas de pessoal, operação e manutenção. Portanto, será exigida, de forma crescente, a transparência das planilhas de custo para o poder concedente, o usuário-consumidor ou o poder regulador estadual.

A estruturação do poder regulador para os concessionários privados ou públicos é de fundamental importância, pois com regras claras poderão planejar e executar suas obras e serviços. Tais regras dependem de discussões, pesquisas e estudos coordenados pelo poder regulador, que instituirá normas e especificações de natureza técnica, financeira e institucional, a serem cumpridas pelas concessionárias.

Seria precipitado afirmar a existência de uma forte tendência de municipalização dos serviços de saneamento, de concessão de serviços à iniciativa privada, de formação de empresas regionais ou de consórcios para a prestação de serviços de saneamento. Embora venha crescendo a modalidade de concessão à iniciativa privada, a tendência geral para os serviços públicos no Brasil é de progressiva descentralização, com reforço de organizações locais ou microrregionais, em detrimento de arranjos institucionais centralizados e centralizantes, à semelhança do PLANASA. Isso não exige, todavia, os governos federal e estaduais de atuarem de forma mais incisiva nos âmbitos programático e regulador, nem as empresas estaduais de descentralizarem suas ações e atuarem em parcerias com os municípios.

No atual governo federal, a SEPURB foi definida como o nicho institucional do setor saneamento. Trata-se da área de Desenvolvimento Urbano do Ministério do Planejamento, que articulará as políticas setoriais de habitação, saneamento e desenvolvimento urbano, utilizando principalmente recursos oriundos do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço - FGTS. Todavia, não é somente a SEPURB que tem atividades voltadas para o saneamento. O Ministério da Saúde, por intermédio da Fundação Nacional de Saúde - FUNASA - antiga Fundação SESP, implementa ações de abastecimento de água e esgotamento sanitário em aproximadamente 284 municípios, com cinco milhões de pessoas atendidas. O Ministério da Integração Regional - MIR - também implementa atividades voltadas ao saneamento.

Cabe à SEPURB a articulação das ações e recursos, eventualmente dispersos nesses três ministérios (MS, MIR, MPO), tentando coordenar uma Política Nacional Saneamento. Ressalte-se que o Ministério do Meio Ambiente, Recursos Hídricos e Amazônia Legal, por meio de sua Secretaria de Recursos Hídricos, participa de interfaces pertinentes na elaboração e execução da Política Nacional de Saneamento.

2.3.3 O Financiamento

A pulverização de recursos federais em vários ministérios, a dificuldade dos municípios para ter acesso às linhas de financiamento e a crise fiscal dos estados membros da Federação indicam perspectivas pouco animadoras quanto às formas convencionais de financiamento. No que diz respeito aos agentes privados interessados nas concessões de serviços de saneamento ambiental, consideram o financiamento como um dos aspectos mais importantes para a participação em uma concessão. O volume de projetos que disputam os mesmos recursos financeiros acaba por inviabilizar muitas iniciativas. Como alguns projetos de concessão de saneamento possuem maior visibilidade do que outros, acaba por reduzir-se o universo de opções que poderiam interessar à iniciativa privada. Além

disso, no atual momento de transição, o número de concessionários privados nacionais com capacidade técnica e financeira no setor é ainda limitado.

O surgimento de consórcios entre empresas nacionais e estrangeiras oferece duas possibilidades: i) a operadora estrangeira concorrer no mercado nacional; e ii) as empresas privadas nacionais consorciadas habilitarem-se, para futuramente também concorrer no mercado. De forma geral, os investidores estrangeiros e os fundos administrados por bancos darão preferência por empresas sólidas e em franco crescimento. Somente o tempo, todavia, consolidará um *know-how* do setor privado nacional. A disputa por recursos irá ocorrer, portanto, em ambiente altamente competitivo com outros setores de infra-estrutura em estágios mais ou menos avançados (estradas de rodagem, ferrovias, portos, aeroportos, energia e telecomunicações), que também estão disputando os mesmos recursos, dependendo das oportunidades, arcabouços jurídico-institucionais formalizados e facilidades oferecidas.

Na busca de alternativas de financiamento, a SABESP, por exemplo, contratou recentemente o IFC para estruturar um sistema de concessão do tipo BOT (*Built/Operate/Transfer*) para o projeto Juquituba, na Região Metropolitana de São Paulo. Uma série de empreendimentos passíveis de parceria privada, como estações de tratamento e sistemas integrados ou isolados de água e esgoto, estão sendo estudados pela empresa, sendo o poder concedente municipal, e a subconcessão efetivando-se com aprovação municipal. A SABESP está se direcionando, também, para o lançamento de títulos nos mercados mobiliários do país e do exterior.

É de se supor, portanto, que persistindo a estabilidade econômica e política do país, os financiamentos de longo prazo gerem maior segurança, tanto para o setor privado como para o público. Ora, sem instâncias reguladoras estruturadas, o contrato entre o poder concedente - no caso o município - e o concessionário acaba sendo, atualmente, o mecanismo principal para que os possíveis, conflitos entre ambos não dependam de decisões políticas. Essa formalização impõe compromissos e responsabilidade de ambas as partes, tentando cercar o maior número de variáveis possíveis como um operador de sistema com capacidade comprovada, tarifas adequadas ao usuário-consumidor e equilíbrio econômico do projeto, dentre outras.

2.3.4 A Situação Atual

O PLANASA foi, sem dúvida, responsável pelo aumento significativo dos índices de cobertura de abastecimento de água e, em menor escala, do esgotamento sanitário. A evolução dos indicadores físicos relacionados com o saneamento foi expressiva no decorrer de duas décadas, principalmente no que se refere ao atendimento da população urbana. Em linhas gerais, o abastecimento de água (por meio de redes públicas) que atendia a menos de 50% dos domicílios urbanos em 1971, atingiu 86% em 1991. Na região Sudeste, esse percentual chegou a 93,5% e, no estado de São Paulo, a 87%. O esgotamento sanitário (em rede coletora) evoluiu, no período, de 24% para 49% (70,5% no Sudeste e 64% em São Paulo), embora não se tenha avançado muito na questão do tratamento dos esgotos.

Os índices atuais de cobertura revelam ainda manchas significativas de déficit espalhadas de forma desigual pelo país, como mostra a tabela 6, que apresenta um sumário da situação do saneamento básico nas várias regiões do país.

TABELA 6
Brasil e Grandes Regiões - Indicadores Censitários
Sanitários Selecionados 1991

Indicadores	Brasil	Norte	Nordeste	Sudeste	Sul	C. Oeste
Suprimento de água						
rede pública	86,34	67,47	78,26	93,53	90,62	79,71
outras soluções	13,66	32,53	21,74	6,47	9,38	20,29
Esgoto sanitário						
rede pública	49,01	1,72	13,22	70,45	17,85	33,27
fossas sépticas	14,60	34,67	22,58	10,50	46,91	8,54
outras soluções	36,39	63,61	64,20	19,05	35,24	58,19

Fonte: IBGE (Censo Demográfico de 1991).

Na busca de alternativas institucionais e mecanismos inovadores de financiamento para o setor de saneamento, ocorreu uma seqüência de mudanças importantes na esfera federal, entre as quais podem ser mencionadas:

- a aprovação da *Lei de Concessão de Serviços Públicos*, de 13/02/95, que dispôs sobre o regime de concessão e permissão na prestação de serviços públicos, como previsto no artigo 175 da Constituição Federal; e
- a realização de *várias transferências institucionais* do setor saneamento entre diversos ministérios, com a criação da Secretaria de Política Urbana - SEPURB -, vinculada ao Ministério do Planejamento e Orçamento - MPO -, responsável pela articulação das políticas setoriais de habitação, saneamento e desenvolvimento urbano, utilizando principalmente recursos oriundos do FGTS.

Ainda na esfera federal, o Governo Fernando Henrique Cardoso vem definindo alguns programas, especialmente de habitação e saneamento, com a promulgação de uma série de resoluções do Conselho Curador do FGTS, responsável pelas diretrizes e prioridades de aplicação do Fundo. Especificamente no setor de saneamento, em prazo de um ano (abril de 1995 a 1996) várias resoluções visaram simplificar normas, procedimentos, pré-requisitos, certidões e habilitações aos programas.

Apesar de a SEPURB ser responsável pela coordenação e formulação da Política Nacional de Saneamento, o reordenamento institucional efetivo do setor ainda não está totalmente concebido e organizado, principalmente em virtude da complexidade das interfaces setoriais (saúde pública, meio ambiente e recursos hídricos) e de níveis decisórios (União, estados e municípios). No reordenamento deverá se considerar:

- a importância das 27 companhias estaduais de saneamento que atendem perto de 80 milhões de habitantes em 3.300 municípios que dispõem de serviços de abastecimento de água (78,6% da população atendida e 64,6% das localidades);
- a necessidade de novos mecanismos e linhas de financiamento, em especial o aporte de recursos, tanto das entidades nacionais e internacionais de fomento, como de fontes privadas, pela montagem de *Project Finance*;
- a flexibilização da prestação de serviços mediante concessões à iniciativa privada ou outras formas de parcerias com municípios em projetos de interesse comum; e
- a estruturação de um sistema de regulação apropriado nas três esferas de governo.

2.4 A Habitação Popular³

2.4.1 Perspectiva Histórica

A questão habitacional provavelmente representa para a sociedade brasileira o maior encargo da dívida social acumulada por séculos de desigualdade. Apesar da industrialização e do desenvolvimento econômico acelerado, é significativo o contingente de pessoas e famílias que mora em condições precárias ou mesmo sub-humanas. Esse é o reflexo, no plano habitacional, dos padrões altamente concentradores da distribuição da renda nos níveis interpessoal e inter-regional. Para determinar o déficit habitacional total, define-se o que é moradia inadequada, considerando-se basicamente três modalidades:

- *déficit por moradia deficiente*: as habitações não são servidas por saneamento básico, ou seja, por modalidades de abastecimento de água ou esgotamento sanitário;
- *déficit por moradia conjunta*: as habitações abrigam mais de uma família; e
- *déficit por moradia precária*: as chamadas sub-habitações ou moradias improvisadas, ou seja, as famílias residem em favelas, mocambos, palafitas ou mesmo debaixo de pontes e viadutos.

Atualmente a sociedade começa a questionar-se – e mesmo a mobilizar-se – quanto ao padrão de desenvolvimento econômico, que, por ser concentrador, acarreta graves problemas de marginalidade social e, conseqüentemente, acentua o déficit habitacional. Nesse sentido, observam-se avanços no que diz respeito à concepção de programas habitacionais.

Nos anos 60 e 70, as decisões sobre a localização de grandes conjuntos habitacionais eram tomadas em função da disponibilidade de terrenos baratos ou de propriedade pública nas periferias distantes, implicando a remoção pura e simples das famílias para locais distantes das suas fontes de sobrevivência. Via de regra, segundo essa concepção, os programas habitacionais eram desvinculados das soluções de transporte de massa e de provisão de serviços públicos (inclusive de saneamento básico) como suporte ao assentamento das famílias, contribuindo para o agravamento da dicotomia centro/periferia nas metrópoles e grandes centros urbanos. Nesse cenário aconteceu, nos anos 60, no Rio de Janeiro, o debate entre os que propugnavam soluções de urbanização de favelas - modelo Brás de Pina da CODESCO - e os que circunscreviam a questão habitacional ao problema fundiário - modelo Cidade de Deus do BNH.⁴

Atualmente, em contraposição ao que ocorreu no passado, muitos programas habitacionais procuram transformar as áreas de sub-habitação em bairros urbanizados, pela provisão de serviços públicos com aproveitamento das infra-estruturas existentes ou promovendo ampliações menos onerosas. Com isso, as famílias são mantidas próximas às suas fontes de sobrevivência. Existe um grande número de experiências positivas nessa direção: desde os mutirões comunitários e a urbanização de favelas (modelo favela/bairro no Rio de Janeiro), até a construção de conjuntos habitacionais nas próprias áreas de sub-habitação (modelo Cingapura, em São Paulo).

A criação do Banco Nacional de Habitação – BNH - e do Sistema Financeiro da Habitação – SFH - em 1964 deu origem ao modelo institucional e de financiamento para os programas habitacionais, e

³ O texto desta seção está, em grande parte, baseada no *Estudo Especial Infra-estrutura e retomada do desenvolvimento: habitação*, elaborado por Josef Barat com colaboração de Roberto Zamboni, da Secretaria de Política Urbana - SEPURB e Sanderlei Luiz Bonetto Fiusa, da Secretaria Municipal de Habitação e Desenvolvimento Urbano de São Paulo - SEHAB, publicado no *Boletim Indicadores Antecedentes*, nº 24, jan./mar. 1997.

⁴ Ver a respeito, Barat (1978).

antecedeu o SFS/PLANASA, que lhe foi análogo em muitos aspectos. As mesmas preocupações relacionadas com as repercussões sociais das precárias condições habitacionais estavam presentes no modelo criado, com vistas à redução do déficit. A questão habitacional, especialmente a que envolvia a população de média e baixa rendas, passou a ser vista como responsabilidade do governo federal, que passou a intervir no setor. As funções executivas foram descentralizadas e delegadas aos estados, por intermédio do SFH, mas as companhias habitacionais – COHAB, as cooperativas e o sistema financeiro privado foram fortemente envolvidos nos programas habitacionais.

A ação dos agentes financeiros segmentava-se em três níveis: o do mercado popular, atendido pelas COHAB, no qual se produziam habitações para famílias cuja renda alcançava até três salários-mínimos; o do mercado econômico, atendido pelas cooperativas habitacionais, para famílias de renda entre três e seis salários; e o do mercado médio, atendido pelos agentes financeiros que formavam o Sistema Brasileiro da Poupança e Empréstimo – SBPE. Ao BNH, órgão central do SFH, coube a fixação de normas, o controle, a coordenação, a análise e a aprovação dos planos e programas habitacionais, em especial com relação à viabilidade técnica e financeira, monitorizando também os custos.

2.4.2 O Quadro Institucional

O colapso do modelo institucional e de financiamento centralizado que prevaleceu no passado gerou, ao longo dos anos 80, indefinições de natureza institucional, bem como quanto aos mecanismos de financiamento e às formulações de estratégias e políticas mais amplas e de caráter nacional para enfrentar a complexa questão habitacional. Como não se pode imaginar que haja solução de longo prazo para os problemas dessa área apenas com ações curativas sobre seus efeitos, ficou patente a necessidade de atitudes efetivas que atacassem as suas causas. A busca de novas concepções, no presente, decorre ainda do longo período de indefinições e ausência de políticas públicas consistentes.

Visando superar a visão fragmentada das questões urbana e habitacional, a atual política habitacional vem sendo orientada pelos princípios da política urbana concebida pela SEPURB, que se traduz nos seguintes conceitos:

descentralização: distribuição das atribuições da política urbana entre os três níveis de governo, cabendo à União essencialmente as funções de regulação, de estabelecimento de diretrizes gerais, de articulação e de promoção do desenvolvimento urbano. Reconhece-se, assim, o nível local como o mais apto a adotar soluções eficazes para os problemas urbanos e no qual o controle social sobre as ações públicas pode ser mais efetivo;

atuação integrada do poder público: articulação mais efetiva para o exercício das competências comuns entre os três níveis de governo, o que exige mecanismos de integração dos recursos financeiros e humanos e a complementaridade dos diferentes planos, programas e das ações executivas;

participação da sociedade civil: implementação de mecanismos participativos que possibilitem maior justiça social, eficiência na alocação de recursos financeiros, controle sobre a realização dos objetivos programáticos e democratização das decisões a respeito de temas que interferem diretamente na vida dos cidadãos;

cooperação entre agentes públicos e privados: constituição de parcerias, seja por meio da privatização, da concessão de serviços ou de outras formas, a serem realizadas de maneira transparente, ágil e proveitosa para todas as partes envolvidas;

função social da cidade e da propriedade: incorporação do importante avanço dado pela Constituição Federal a respeito da propriedade urbana, submetendo-a aos princípios da função social da propriedade, o que possibilitará a formulação de legislação urbanística mais consentânea com a realidade das cidades brasileiras; e

equidade: concepção das ações e alocação dos recursos orientadas no sentido de corrigir as desigualdades sociais no acesso a um hábitat digno.

2.4.3 O Financiamento

Os financiamentos resultantes do repasse dos recursos aos bancos estatais e privados - na qualidade de agentes financeiros e representantes, depositários e mutuários das operações financeiras do SFH - deveriam implicar a amortização dos empréstimos junto ao BNH. Da mesma forma que no SFS/PLANASA, a amortização dos financiamentos concedidos no âmbito do Sistema Financeiro de Habitação era basicamente o mecanismo de garantia da sua continuidade.

No entanto, as crescentes discrepâncias entre as taxas de retorno consideradas adequadas aos projetos e as taxas de juros a serem pagas no reembolso dos financiamentos geraram um processo cumulativo de inadimplências que acabaram por comprometer o SFH.

O SFH financiou mais de seis milhões de unidades habitacionais e foi um instrumento fundamental da política habitacional implantada a partir da criação do BNH. Por seu intermédio, buscou-se garantir recursos permanentes e em grande escala para o setor, de modo a não tornar os programas habitacionais dependentes do Tesouro. Esperava-se também o retorno do capital aplicado, de forma que o sistema se tornasse auto-sustentado. Criaram-se duas linhas de crédito especiais: a primeira delas, baseada nos recursos provenientes do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço - FGTS - destinou-se à construção de moradias de interesse social, e a segunda, formada pelos recursos das cadernetas de poupança (SBPE) e, em menor escala, das letras imobiliárias, voltou-se para os estratos de rendas média e alta.

Em 1985, os problemas do setor habitacional eram preocupantes: i) baixo desempenho social; ii) alto nível de inadimplência; iii) baixa liquidez do sistema; e iv) movimentos organizados de mutuários insatisfeitos por todo o país. A resposta a esse quadro complexo de problemas foi a simples extinção do BNH em 1986, incorporado à Caixa Econômica Federal, o que tornou patente a falta de uma Política Nacional de Habitação. A produção habitacional foi paralisada em todo o território nacional, prejudicando, especialmente, os segmentos mais carentes da população.

No ano da extinção do BNH, as COHAB financiaram mais de 113 mil casas populares. Foram baixadas, porém, medidas restritivas ao crédito por essas companhias, o nível de renda da clientela dos programas tradicionais elevou-se para mais de cinco salários-mínimos e as companhias de agentes promotores foram transformadas em simples órgãos assessores. Esse fato, aliado à obrigatoriedade dos mutuários finais de assumirem os custos totais dos terrenos e da urbanização, acarretou inúmeras conseqüências negativas aos programas habitacionais.

2.4.4 A Situação Atual

No Governo Collor deu-se prioridade ao combate à inflação e assim pouco se fez em relação ao Sistema Financeiro da Habitação. Em 1990, foi lançado o Plano de Ação Imediata para a Habitação - PAIH -, em caráter emergencial, para financiar em 180 dias cerca de 245.mil habitações com recursos do FGTS.

O plano envolvia três operações diferentes: o Programa de Moradias Populares (unidades acabadas); o Programa de Lotes Urbanizados (com ou sem cesta básica de materiais); e o Programa de Ação Municipal para Habitação Popular (unidades acabadas e lotes urbanizados, de alçada exclusiva das prefeituras). Ao final do prazo estipulado, uma avaliação mostrou que o custo das unidades aumentara, e em função disso o número de unidades habitacionais financiadas foi diminuído para 210 mil.

No Governo Itamar Franco, foram formuladas políticas habitacionais voltadas para as classes de baixa renda. Criaram-se os programas Habitar Brasil e Morar Município, paralelamente ao Sistema Financeiro da Habitação. Com relação à produção de casas populares, priorizaram-se duas estratégias: terminar a construção de cerca de 260 mil moradias já financiadas até meados de 1994, e desenvolver os dois programas criados. Além disso, foi proposta a formação de um conselho para gerir a política habitacional, e de um fundo federal para a área habitacional.

Atualmente, o Governo Fernando Henrique Cardoso situa como elemento-chave da sua política habitacional a abordagem integrada das questões habitacional e do saneamento ambiental, com as ações executivas centradas na Secretaria de Política Urbana – SEPURB -, do Ministério do Planejamento e Orçamento. Objetiva também reforçar o papel dos governos municipais como agentes promotores da habitação popular, inclusive estimulando-os a adotar linhas de ação diversificadas, voltadas para a urbanização de favelas e a recuperação de áreas degradadas.

Note-se, porém, que a prolongada paralisação dos empréstimos do FGTS via Caixa Econômica Federal refletiu-se, em todo o país, na escassez e no conseqüente encarecimento das habitações. Esse fato, associado ao achatamento salarial provocado pelas sucessivas crises econômicas e planos de estabilização, fez com que aumentasse enormemente o número de famílias moradoras de favelas e de sub-habitações, ampliando o déficit habitacional nas áreas urbanas.

O colapso do SFH e a ausência por mais de 15 anos de políticas habitacionais consistentes – tanto por parte do governo federal quanto dos estados – fizeram com que os governos municipais tendessem a responsabilizar-se pelas ações no setor, priorizando o atendimento às populações mais necessitadas e buscando soluções inovadoras. Como a demanda habitacional é elevada, a estrutura de qualquer plano que venha tentar solucionar os problemas nesse setor deve ser baseada na continuidade, a fim de manter um ritmo de ações e resultados, o que não é comum na administração municipal. Deve procurar envolver, também, segmentos da iniciativa privada, garantindo fontes de recursos e acesso a tecnologias mais modernas.

O que torna complexa a ação do município é que esta não abrange somente a questão habitacional, mas também a das infra-estruturas urbanas: saneamento, saúde, transporte público, educação e meio ambiente, entre outras. Disso decorre o envolvimento de vários órgãos da administração municipal, o que nem sempre é viável pelos padrões da administração pública brasileira. Para a maioria dos municípios a participação dos governos estadual e federal, que ainda centralizam atividades e recursos, é vital para o êxito dos seus programas e de suas ações executivas.

Apesar da contribuição do SFH para a redução do déficit habitacional, a situação atual ainda é bastante preocupante. É necessário que se tenha uma perspectiva mais precisa do déficit total e dos seus componentes para definir estratégias e formular políticas públicas. É, por isso, importante dimensionar:

- o déficit habitacional total;
- o déficit que pode ser objeto de planos e programas de oferta de moradias, ou seja, o déficit-alvo, possível de ser coberto nas condições atuais; e
- a demanda por classes de renda e os custos das habitações, de forma a identificar que parte do déficit pode ser coberto por meio da poupança, sem recorrer, portanto, a subsídios.

Os dados de pesquisa referentes ao déficit habitacional no Brasil são bastante discrepantes. Estudo elaborado recentemente pela Fundação João Pinheiro, baseado no Censo de 1991, conseguiu identificar as necessidades habitacionais, compostas da soma dos déficit habitacionais por moradias precárias, deficientes e conjuntas. Estão compreendidas, portanto, moradias sem condições mínimas de habitabilidade, com falta ou precariedade de infra-estrutura, com adensamento interno excessivo e comprometimento exagerado da renda familiar com aluguel.

Considerando-se o período 1991-1995, constatou-se que quase um terço dos 29,7 milhões de domicílios urbanos duráveis (cerca de 10 milhões) era inadequadamente atendido ou carente dos serviços urbanos de água, esgoto, coleta de lixo e energia elétrica. Em 1995, o déficit habitacional era de 5,6 milhões de novas moradias, sendo que, dessas, 1,5 milhão era demandado nas regiões metropolitanas, 2,5 milhões nas demais áreas urbanas e 1,6 milhão em áreas rurais. Proporcionalmente, o maior problema é o que ocorre na região Nordeste do país, onde se concentram 43,5 % do déficit total (ver tabela 7).

TABELA 7
Brasil e Grandes Regiões - Estimativa do Déficit Habitacional 1995

Por Região	TOTAL		Áreas Metropolit.		Demais áreas urbanas		Áreas Rural	Áreas Rural
	n.º abs.	(%)	n.º absolutos	(%)	n.º absolutos	(%)	n.º absolutos	%
Norte	273.718	5	77.030	1	196.688	4	0	0
Nordeste	2.442.296	43	371.092	7	906.537	16	1.164.667	21
Sudeste	1.889.399	34	851.985	15	820.131	15	217.283	4
Sul	579.415	10	131.452	2	291.795	5	156.168	3
Centro-Oeste	433.736	8	0	0	326.064	6	107.672	2
Brasil	5.618.564	100	1.431.559	25	2.541.215	45	1.645.790	29

Fonte: Fundação João Pinheiro, Centro de Estudos Políticos e Sociais, Déficit Habitacional no Brasil. Brasília, 1995.

Nota: Não inclui dados da área rural da região Norte, não disponíveis na PNAD-90.

Os dados relativos ao déficit habitacional urbano apresentam um aspecto em comum. Em qualquer componente examinado, o resultado é sempre o mesmo: mais de 80% das famílias conviventes, assim como mais de 80% dos domicílios rústicos e improvisados, estão situados nas faixas de rendimento de até cinco salários-mínimos. No caso do déficit habitacional total, 55% das necessidades de novas moradias urbanas são de famílias com rendimentos de até dois salários-mínimos, e quase 30% são daquelas cuja renda varia entre dois e cinco salários-mínimos.

Os números do déficit habitacional revelam um quadro preocupante da situação da moradia no Brasil, ainda mais agravado quando se consideram as moradias inadequadas em face seja da carência ou deficiência de infra-estrutura e dos serviços urbanos, seja do número insuficiente de dormitórios para comportar, com conforto e salubridade, os membros do núcleo familiar. Estimativas preliminares feitas pela SEPURB indicam que seriam necessários investimentos da ordem de R\$ 28 bilhões, somente para atender o déficit de novas habitações do segmento da população urbana com rendimentos de até cinco salários-mínimos.

A avaliação dos mais de 30 anos de existência do SFH permite constatar que o financiamento habitacional não poderá mais ficar atrelado a apenas duas fontes de recursos. Devem ser buscadas outras alternativas, que poderão ser de origem fiscal ou de empréstimos onerosos de longo prazo (nacionais e internacionais), a fim de garantir a continuidade da concessão de financiamentos e do processo de produção de habitações.

O Governo Fernando Henrique Cardoso, sem dúvida, está promovendo uma significativa transformação na estratégia de direcionamento dos financiamentos habitacionais com recursos geridos pelo setor público federal. Ao contrário do que ocorreu no passado, quando se priorizou o financiamento da oferta (financiamento à produção), os recursos da principal fonte de financiamento - o FGTS - passaram a ser canalizados preferencialmente para o incentivo à demanda por intermédio de linhas creditícias voltadas para o consumidor. Este, individual ou associativamente, tem melhores condições de escolher a opção que atenda de modo mais adequado à sua condição. Com isso, con-

tribui-se para o aumento da competitividade no setor produtivo, o que deverá fomentar tanto o crescimento da produtividade como a transferência de seus benefícios para os consumidores. As principais linhas de atuação promovidas pelo governo federal, segundo a faixa de renda da população-alvo e a fonte de financiamento da urbanização figuram nas tabelas 8 e 9.

TABELA 8
Brasil - Linhas de Atuação do Governo Federal para a População com Renda Familiar até 3 Salários-Mínimos

	Programas	Fonte de Recursos	Tipos de Intervenção
Programas executados pelo setor público	pró - moradia habitar-brasil	FGTS OGU	<ul style="list-style-type: none"> • urbanização de áreas degradadas • regularização fundiária • produção de lotes urbanizados • produção de unidades habitacionais • execução e melhoria de infra-estrutura e equipamentos comunitários
Programas de crédito direto ao cidadão	carta de crédito	FGTS	<ul style="list-style-type: none"> • compra de lote • a aquisição, construção, ou melhoria da habitação, bem como financiamento de materiais de construção

Fonte: Ministério do Planejamento e Orçamento, Secretaria de Política Urbana - SEPURB.

TABELA 9
Brasil - Linhas de Atuação do Governo Federal para a População com Renda Familiar de 3 até 12 Salários-Mínimos

	Programas	Fonte de Recursos	Tipos de Intervenção
Programas de crédito direto ao cidadão	carta de crédito	FGTS	<ul style="list-style-type: none"> • compra de lote, aquisição, construção, conclusão ou melhoria da habitação, bem como financiamento de materiais de construção
Programas executados através de pessoa jurídica	financiamento à produção	FGTS	<ul style="list-style-type: none"> • produção de empreendimentos habitacionais

Fonte: Ministério do Planejamento e Orçamento, Secretaria de Política Urbana - SEPURB.

A população com renda superior a doze salários-mínimos beneficia-se de financiamentos do SBPE e de autofinanciamento praticado por promotores imobiliários. Poderá contar futuramente com os recursos a serem alavancados pelo Sistema Financeiro Imobiliário, em fase avançada de concepção. Além dessas linhas, já em operação, está sendo estudada a ampliação de experiências piloto na modalidade locação social.

2.4.5 A Questão da Moradia em São Paulo

Sendo a cidade de São Paulo o espaço urbanizado mais complexo do país, vale a pena deter-se na avaliação da questão habitacional desse município e sua inter-relação com a questão urbana. Foi visto que a urbanização caracterizada pela ocupação desordenada das periferias, o crescimento explosivo de favelas e cortiços e a verticalização abrupta dos espaços centrais infra-estruturados cristalizou os desequilíbrios sociais na forma de ocupação espacial. A visão fragmentada dos problemas habitacionais e urbanos, ao reforçar a expulsão dos contingentes de baixa renda para as periferias, gerou soluções que agravaram posteriormente os desequilíbrios núcleo/periferia, em vez de corrigi-los.

Os problemas encontrados no setor habitacional da cidade de São Paulo frequentemente transcendem o seu âmbito. Por exemplo, modificações no crédito agrícola ou incentivos à indústria de

capital intensivo repercutem tanto nos movimentos migratórios quanto nos níveis de renda familiar das populações mais pobres e, com isso, alteram-se a demanda e as condições de acesso à moradia.

Os números que envolvem os déficits habitacionais em São Paulo são discrepantes. Porém, segundo os dados do IBGE para 1991, seriam necessárias cerca de 380 mil unidades habitacionais para atender os favelados, 161 mil para os encortiçados - num total de 54 mil moradias -, além do fornecimento de infra-estrutura e da regularização de propriedade para outras 600 mil unidades. Por esses dados é possível concluir que as soluções para a questão habitacional não são de curto prazo.

Outras estatísticas são ainda mais assustadoras. No período 1980-1993, enquanto se verificou um decréscimo na taxa de crescimento da população do município, a população favelada cresceu cerca de 50%, ou seja, não foi propriamente o crescimento da cidade que condicionou o aumento da população favelada. A taxa comparativa, para o período 1987-1993, é altíssima: para cada 100 novos habitantes em São Paulo, há 185 novos favelados. Pode-se concluir, assim, que o problema tem sido agravado pela crescente dificuldade de acesso da população à moradia devido à falta de mecanismos de financiamento e à conseqüente falta de produção de moradias. Ao mesmo tempo, tem aumentado o nível de renda da população favelada, o que indica que um número significativo de pessoas, não encontrando outra solução para seu problema habitacional, busca na favela sua forma de moradia.

A política municipal de habitação, diante desses fatos, passou a atuar em três direções: urbanização e verticalização de favelas, formação de conjuntos habitacionais e loteamentos populares. A fim de garantir a execução de seu objetivo de garantir moradia digna e melhoria na condição de vida da população carente, a Secretaria Municipal da Habitação e Desenvolvimento Urbano estabeleceu as seguintes diretrizes estratégicas de atuação:

- concentração de todos os recursos do município voltados à habitação em um único Fundo Municipal de Habitação ligado à COHAB e destinado tanto a produção e comercialização de moradias quanto a aplicações a fundo perdido;
- implantação de um sistema de informações para indicar a situação econômica no longo prazo e subsidiar a decisão de cada novo empreendimento por meio de simulações;
- criação do Conselho Municipal de Habitação, composto de representantes do poder público municipal, de beneficiários e dos representantes das entidades ligadas aos programas habitacionais;
- criação de um cadastro único dos pretendentes e beneficiários dos financiamentos habitacionais, em especial dos concedidos pelo Fundo;
- estabelecimento de critérios públicos de seleção de famílias;
- incentivo à iniciativa privada para investir em programas habitacionais, complementando o esforço da prefeitura, inclusive nas operações interligadas;
- estímulo à pesquisa e ao desenvolvimento tecnológico a fim de baratear e melhorar qualidade de vida das habitações;
- estabelecimento de uma política de subsídios, de caráter pessoal, temporária e intransferível, com a adoção de critérios de equidade e justiça social;
- redução dos custos de produção e comercialização das habitações, com novas condições de financiamento e redução de juros e encargos; e
- comercialização das unidades habitacionais com instrumentos que juridicamente garantam o direito à propriedade adquirida.

A partir de pesquisa realizada pela Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas – FIPE -, da Universidade de São Paulo, constatou-se que o maior problema habitacional do município é aquele que envolve as favelas. O Projeto Cingapura foi concebido como forma de tentar encontrar uma solução definitiva para a questão das favelas na metrópole paulistana. Trata-se da urbanização de áreas faveladas, transformando-as em bairros pela construção de prédios, realocação de lotes remanescentes, implantação de sistemas de saneamento básico e asfaltamento de ruas. Essa iniciativa elimina áreas de risco e cria espaço para a implantação de instituições sociais como creches, escolas, postos de saúde e áreas de lazer.

O Projeto Cingapura envolve hoje 243 núcleos de favelas, escolhidos de acordo com os seguintes parâmetros: maior nível de adensamento; grande concentração de barracos por metro quadrado; ocupação consolidada por seus habitantes, e grande contingente de barracos em zonas de risco. O projeto pretende, ao final de 72 meses, entregar 30 mil unidades habitacionais, melhorando as condições de vida e habitabilidade de cerca de 62 mil famílias que moram nos locais, não as afastando, por conseguinte, dos seus meios de subsistência. O procedimento inicial do programa é a retirada dos moradores dos barracos e sua transferência para moradias provisórias em locais próximos às favelas, dando início às obras de construção de prédios e instalação de infra-estrutura básica. Quando a construção dos prédios é concluída, os moradores das habitações provisórias mudam-se para os apartamentos e outras famílias passam a ocupar as moradias provisórias. O ciclo repete-se até que toda a favela esteja urbanizada e integrada ao bairro.

3. AS FORMAS ALTERNATIVAS DE FINANCIAMENTO

3.1 As Transições Ocorridas

É importante situar a questão das formas alternativas de financiamento e das chamadas parcerias para provisão das infra-estruturas urbanas - hoje vivamente debatidas - em uma perspectiva histórica. No período de crescimento baseado na exportação de produtos primários (1880-1930), toda a implantação e exploração das infra-estruturas de serviços públicos baseou-se no mecanismo das concessões de longo-prazo para grupos empreendedores privados, em geral estrangeiros.

Com o colapso deste ciclo, o período de crescimento baseado na industrialização substitutiva de importações (1930-1980), que lhe sucedeu, promoveu a estatização dos serviços públicos, frequentemente pela encampação das explorações privadas e sua operação por autarquias ou empresas públicas (municipais ou estaduais). Como a maior parte das concessionárias era estrangeira, as encampações adquiriram a conotação política de “nacionalizações”. O poder público, além de responsável, tornou-se o principal investidor e operador, sendo o suporte de financiamento, basicamente, o dos recursos públicos de origem tributária.

Os anos 80 nos colocaram diante do colapso desse segundo grande ciclo de crescimento, pelo esgotamento da industrialização baseada na substituição de importações e na perda de funcionalidade do Estado desenvolvimentista. As melhorias e expansões das infra-estruturas de serviços públicos passaram a exigir novas alternativas institucionais e de financiamento.

Se foi fácil estatizar a exploração dos serviços públicos nos anos 40 e 50, hoje é difícil “privatizá-los” - apesar da constatação da inviabilidade do modelo estatal - como, aliás, tem sido difícil estabelecer alianças hegemônicas nas elites brasileiras para consolidar um novo ciclo de desenvolvimento baseado na competitividade e na inserção mais ativa da economia na dinâmica das aceleradas mudanças mundiais. Mais difícil, ainda, é estabelecer uma base estável de regulação que defina o alcance e os limites da ação do poder público e suas relações com o setor privado, no caso dos serviços

públicos. A crise do Estado brasileiro em todos os seus níveis afetou de forma contundente as infra-estruturas urbanas, em virtude [Barat (1991 - b)]:

- do colapso dos mecanismos convencionais de financiamento (inflação, fim dos recursos orçamentários vinculados e redução dos recursos externos);
- da crise do sistema federativo (nova repartição de receitas e encargos entre a União e os estados e municípios); e
- do colapso na funcionalidade das estruturas estatais - incapacidade de investir e, sobretudo, de planejar e formular estratégias e políticas de médio e longo prazos.

Como a situação dos sistemas de transporte público de massa e de saneamento ambiental é, sem dúvida, preocupante, se considerada a carência estrutural de recursos governamentais e a reduzida probabilidade de retorno das vinculações tributárias para investimentos, cabe, portanto, recorrer a fontes e mecanismos alternativos de financiamento da operação, recuperação e expansão futura das infra-estruturas existentes. A deterioração das infra-estruturas e instalações existentes e, conseqüentemente, a queda na qualidade dos serviços, é o que ocorreu e o que pode se afigurar como provável para os sistemas de trens metropolitanos, metrô, água e esgoto de responsabilidade estatal, caso não haja uma inflexão nos padrões de financiamento.

O tema vem sendo aventado em numerosos trabalhos e discussões técnicas envolvendo especialistas em infra-estruturas urbanas. É importante, no momento, ter consciência das dificuldades decorrentes do colapso de um modelo e pensar seriamente nas possibilidades efetivas de que os setores público e privado disporão para enfrentar o problema em favor da sociedade.

3.2 A Instrumentação Tributária

3.2.1 Os Alcances e Limites no Brasil

Com a vedação constitucional a qualquer forma de vinculação de recursos tributários e considerada a própria irracionalidade da carga de tributos, as alternativas nesse campo são limitadas. Merece atenção, todavia, a contribuição de melhoria, que é um instrumento tributário previsto na Constituição Federal, da mais alta relevância para a captação de recursos, com vistas à realização de obras públicas quando estas geram notoriamente benefícios diferenciais na forma de acréscimos de valores patrimoniais imobiliários. Constitui-se, ainda, em alternativa para reverter, no médio e longo prazos, a tendência persistentemente concentradora de riqueza implícita na execução de obras públicas no Brasil. Deve ser utilizada com cautela, todavia, no que se refere às obras de infra-estrutura urbana nas periferias pobres, onde sua cobrança pode se tornar um mecanismo inadequado socialmente.

Sua adoção poderá contribuir, também, para tornar projetos governamentais mais suscetíveis de interesse, para financiamento por parte das entidades internacionais de fomento, que terão mais segurança quanto a continuidade, alcance social e amortização futura dos investimentos. Será oportuno, nesse sentido, que estados e municípios editem legislação de regulamentação da matéria, contendo os princípios gerais para a sua instituição e arrecadação, prevendo, inclusive, a possibilidade de ser cobrada por entidades paraestatais ou consórcios privados concessionários da exploração de serviços públicos.

No caso específico do transporte público, têm sido muito apregoadas nos foros técnicos as taxas ou contribuições, à exemplo do *Versement Transport* francês, a serem cobradas de forma compulsória aos empregadores como percentual da folha de pagamento para o transporte de seus empregados, e destinada à investimentos. Trata-se de alternativa de difícil aplicação pelos nossos parâmetros cons-

titucionais. Coloca-se, inclusive, a questão da existência do vale transporte, mecanismo de maior abrangência e flexibilidade do ponto de vista de uma política de subsídio aos usuários de baixa renda. Com efeito, a legislação federal que criou o vale transporte estendeu sua utilização a todas as modalidades de transporte urbano prestadas por empresas organizadas, públicas e privadas.

Acrescente-se que a criação de tributos adicionais para as pessoas jurídicas é inoportuna, sem dúvida, em um momento no qual a sociedade brasileira pretende caminhar na direção contrária, qual seja, a da simplificação dos procedimentos tributários. Trata-se, portanto, de assunto bastante controvertido e que merece, no mínimo, estudos mais aprofundados, sobretudo no que diz respeito ao potencial de aprimoramento do vale transporte como mecanismo de financiamento de melhorias no transporte urbano.

3.2.2 A Experiência Internacional

O instrumento da contribuição de melhoria é usado comumente em diversos países. No seu sentido convencional, de cobrança pela estimativa dos benefícios obtidos em função da valorização imobiliária resultante de uma obra pública, o tributo existe, por exemplo, sob as seguintes denominações: a) França: *Imposition sur les Plus-Values Foncières*; b) Itália: *Contributi Speciali*; c) Argentina: *Contribucion de Mejoras*; d) Inglaterra: *Betterment Tax*; e e) Estados Unidos: denominação genérica de *Benefit Assessment* ou denominações específicas, que podem se constituir em variantes do conceito geral.

Basicamente, o conceito de contribuição de melhoria nesses países se traduz pela busca, por parte do poder público, de recursos junto aos proprietários que se beneficiarão de um investimento governamental, da expressão financeira do acréscimo nos seus patrimônios. Uma variante usual é a desapropriação de zonas ou faixas ao longo das linhas de transporte público ou de provisão de serviços públicos, em geral garantindo a captação futura das valorizações imobiliárias como componente das engenharias financeiras dos projetos. O poder público pode, inclusive, delegar ao particular, no caso de concessões de longo prazo, a capacidade de cobrar a contribuição de melhoria, no sentido mais abrangente dos empreendimentos.

Saliente-se que, na Inglaterra e nos Estados Unidos, essa forma de tributação tem sido utilizada, tradicionalmente, para o financiamento de inúmeras obras públicas de grande porte e importância econômica, inclusive no setor de transportes urbanos e trens metropolitanos, bem como no de saneamento.

Nos Estados Unidos, algumas iniciativas locais mais recentes merecem destaque. Em Los Angeles, o governo local instituiu a cobrança de uma *benefit sharing*, representando 30 centavos de dólar por pé quadrado (nos primeiros quatro anos) e 28 centavos (nos demais anos) sobre terrenos e superfícies edificadas situadas a menos de meia milha das estações de metrô localizados na área central e a menos de um terço de milha nas demais áreas. Ficaram isentas da cobrança as habitações (exceto hotéis), edifícios públicos e aqueles destinados à atividades sem fins lucrativos. A cobrança estimada dessa contribuição varia de 0,7% a 2% do valor dos aluguéis normalmente cobrados sobre os espaços comerciais, captando, em uma primeira etapa, cerca de US\$ 130 milhões.

Em San Francisco, o governo local cobra a *Tax Increment Financing* sobre o aumento dos valores venais fundiários. O procedimento consiste em destinar ao financiamento dos novos equipamentos públicos o diferencial resultante das valorizações patrimoniais sobre a arrecadação do tributo fundiário existente. Foram captados, por esse mecanismo, US\$ 27 milhões para a construção da *Embarcadero Station* do Sistema *Bay Area Rapid Transit - BART*.

Em Tampa, a rede local de transportes dispõe, desde 1991, de um mecanismo de financiamento baseado na *property tax*. Esta consiste na cobrança de 50 centavos de dólar, que pode ser elevada até 3 dólares, por cada mil dólares de valor imobiliário. O mecanismo financiou 12,5% do sistema *Bus-only Transit Mall* (um corredor de ônibus expresso). Em Denver, será aplicada uma cobrança de contribuição (*value capture*) sobre as construções lindeiras à linha de metrô leve, de 27 km de extensão, entre o centro de tecnologia e a área central da cidade.

Uma outra variante do conceito de contribuição de melhoria, usado nos investimentos em infraestruturas urbanas, é o do financiamento direto (por vezes, antecipado) das obras ou melhoramentos, pelos proprietários dos imóveis lindeiros. Esse mecanismo existe em vários países, com as seguintes denominações: a) Venezuela e Colômbia: *Contribucion por Valorizacion*; b) Bélgica: *Taxe de Remboursement*; c) Suíça: *Charge de Préférence*; d) Inglaterra: *Betterment Levy*; e e) Estados Unidos: *Special Assessment*.

Finalmente, cabe salientar que na Suécia, Espanha e Holanda, o poder público adquire antecipadamente os imóveis nas áreas de influência dos sistemas de transporte de massa ou infra-estruturas urbanas, beneficiando-se diretamente da sua valorização após a implantação da obra ou melhoramento. A Holanda, por exemplo, introduziu mecanismos inovadores no que diz respeito à captação da valorização imobiliária resultante das melhorias no transporte ou nos serviços públicos. A utilização do mecanismo de aquisição antecipada de imóveis pelo poder público assegura a recuperação da "mais valia", na medida em que o preço de aquisição não inclui a "expectativa de edificação" resultante da obra pública.

3.3 A Captação de Recursos Privados

3.3.1 O "Solo Criado"

No que diz respeito à canalização de recursos privados, em termos de parcerias, esta pode se dar, de início, pelo mecanismo do "solo criado". Empresas públicas como, por exemplo, as companhias do metrô e de trens metropolitanos, assim como a EMTU e SP-Transportes em São Paulo, poderão se constituir como organizações promotoras das parcerias voltadas para os investimentos de seu interesse, desde que adquiram maior flexibilidade organizacional. Está claro que se não houver tal iniciativa para empreendimentos imobiliários conjuntos, com vistas à cobertura parcial dos custos de implantação de novos corredores de transporte, o setor privado absorverá os benefícios, sem nenhuma contrapartida, como ocorreu no passado.

No exemplo colocado saliente-se, ainda, a necessidade de se estabelecerem convênios globais para regular o relacionamento de empresas públicas estaduais com a Prefeitura na definição dos padrões de urbanização e uso do solo ao longo das novas linhas e corredores, assim como de convênios específicos para regular as operações urbanas referentes aos entornos das estações e terminais. Trata-se de etapa preliminar aos entendimentos com o setor privado, para que este saiba, afinal, o que pode ser feito em termos de uso e adensamento do solo, especializações funcionais e indução de atividades. A cobertura dos custos de implantação dos projetos por meio da operação urbana é uma forma inovadora e dinâmica de captação de recursos do setor privado, inclusive por dar ensejo a emissão e lançamento no mercado de certificados de aquisição de solo criado, que poderão servir, inclusive, de contrapartida da Prefeitura nos investimentos.

3.3.2 As Concessões de Longo Prazo

Pela utilização do mecanismo da concessão de longo prazo, as empresas públicas podem, em princípio, transferir à empresas ou consórcios privados, mediante uma programação de encargos de

investimentos e melhorias, a exploração de serviços em segmentos existentes, sob o seu controle e fiscalização, assim como a construção e exploração de novos segmentos na forma de concessões do tipo BOT. Nesse sentido, abre-se um amplo leque de possibilidades nas parcerias público/privadas na provisão das infra-estruturas de serviços públicos urbanos:

arrendamento: que implica o aluguel, por parte de uma empresa privada, das instalações e equipamentos destinados à prestação do serviço, de uma entidade governamental concessionária, com o objetivo de assumir a responsabilidade pela sua operação e manutenção; a responsabilidade perante o poder concedente pela qualidade e continuidade dos serviços continua sendo do concessionário original e o contrato de arrendamento é regido pelo Direito Privado;

risco compartilhado: que resulta da associação de empresa pública e privada, formando um consórcio ou participação societária, para explorar em conjunto determinado empreendimento; a figura do consórcio já vem sendo cogitada no setor elétrico, por exemplo, como forma de superar as restrições de recursos públicos para a conclusão de usinas hidrelétricas paralisadas.

prestação de serviços ou terceirização: que implica a contratação junto ao setor privado, por parte de uma concessionária pública, de serviços de rotina e, também, da construção e operação de projetos de seu interesse; nesse caso, não se coloca o questionamento da subconcessão e atrai-se o capital privado para investir em áreas de competência do Estado, embora haja o inconveniente da limitação do prazo do contrato em até cinco anos, de acordo com a Lei de Licitações; e

empreendimentos associados: que visam dar melhor aproveitamento do patrimônio público imobilizado, mediante iniciativas conjuntas com o setor privado para desenvolvimento imobiliário.

3.3.3 As Operações de Leasing

Quanto às modalidades de arrendamento mercantil ou *leasing*, podem ser citadas as seguintes praticadas no Brasil:

- de bens móveis: envolvendo equipamentos, máquinas, veículos, instalações, etc.;
- de bens imóveis: envolvendo terrenos e edificações, inclusive edificações a serem realizadas;
- o *sale and lease-back*: envolvendo operações contratadas com o próprio vendedor do bem (móvel ou imóvel) ou pessoa jurídica à ele vinculada; em síntese, o proprietário de um bem o vende à uma empresa de *leasing* que, por sua vez, o arrenda ao ex-proprietário com opção de recompra ao final do contrato;
- o *leasing* importação ou internacional: envolvendo bens de capital novos ou usados produzidos no exterior e sem similar nacional; os fabricantes ou fornecedores com sede no exterior arrendam os bens à empresas domiciliadas no Brasil; e
- o Subarrendamento: permitindo que empresas de *leasing* domiciliadas no Brasil contratem operações com entidades no exterior, para subarrendar os bens a arrendatárias no país; esta modalidade beneficia especialmente as pequenas e médias, que passam a ter acesso aos equipamentos estrangeiros, mesmo sem estruturas de comercialização de âmbito internacional.

O grande potencial de desenvolvimento das operações de *leasing*, nas suas diversas modalidades, por parte das empresas que operam serviços públicos urbanos, vai depender muito da sua capacidade de estabelecer parcerias com o setor privado. É no quadro dessas parcerias que se poderá contornar as restrições impostas ao setor público para essas operações, uma vez que caberá a empresas ou consórcios privados a responsabilidade dos contratos de *leasing* para equipamentos e instalações.

3.3.4 O Lançamento de Títulos no Mercado

Além do mecanismo do *leasing*, as possibilidades de captação de recursos no mercado financeiro são apresentadas a seguir.

O *lançamento de debêntures simples ou conversíveis*. Vem-se abrindo, no mercado, a possibilidade de aceitação de debêntures emitidas por empresas estatais. Na verdade, revela-se uma disposição do mercado financeiro para superar o mero movimento de giro da dívida pública, como também, com o afluxo de capitais externos, para dar maior atenção aos perfis de desempenho e patrimônio das empresas emissoras dos papéis.

Uma possibilidade que se abre, também, é a do lançamento de debêntures conversíveis em ações da empresa ou sua controlada. No caso do setor elétrico, por exemplo, há a possibilidade de conversibilidade em unidades físicas de produto para os grandes consumidores, como garantia de fornecimento futuro. Cabe assinalar que tais operações, pelas suas condições de prazos e juros, só se justificam para um perfil compatível de investimento e de forma complementar.

São situações específicas, em que, por exemplo, grandes volumes de investimento estão impedidos de entrar em operação rentável pela não disponibilidade de montantes relativamente pequenos necessários à sua finalização ou mesmo à conclusão de obras paralisadas, o que pode justificar eventualmente, também, a captação de empréstimos no mercado, por operações 63 ou operações de cessões de créditos.

O *lançamento de ações com rendimento garantido*. Este mecanismo vem sendo utilizado pela CEMIG, constituindo-se em modalidade interessante de atrair capitais privados e de investidores institucionais, especialmente os fundos de pensão e das seguradoras. A CEMIG garante, com respaldo do governo do estado de Minas Gerais, o pagamento de um dividendo mínimo anual de 6% ao ano, independente do resultado financeiro do exercício.

Com o grande afluxo de capitais externos no mercado, as ações com rendimento garantido podem vir a se constituir em aplicação de grande interesse em função do patamar mínimo de remuneração, satisfatório para esses capitais, principalmente os institucionais. Além disso, parcerias público/privadas em projetos urbanísticos e bem conduzidas pela administração pública poderão proporcionar ganhos na valorização das ações no mercado.

O *lançamento de Certificados de Potencial de Solo Criado (CEPAC)*. A emissão de Certificados de Potencial de Solo Criado, baseada em operações urbanas com a Prefeitura de São Paulo, podem gerar grande interesse do mercado financeiro. Uma vez aprovadas, por lei municipal, a operação urbana e a emissão e venda de autorizações para a utilização de área criada suplementar junto aos investimentos em transportes, os CEPAC passam a gerar interesse pelo potencial de desenvolvimento das áreas de influência.

A criação de faixas de zoneamento especial ao longo de linhas de provisão de serviços públicos urbanos e no entorno das estações e terminais de transporte, por exemplo, estimulará a ocupação e o adensamento imobiliário planejado dessas áreas. O mecanismo financeiro é o da venda de direitos de aproveitamento do solo criado, materializados nos CEPAC negociáveis no mercado.

3.4 A Experiência Internacional na Captação de Recursos Privados

3.4.1 O “Solo Criado”

O conceito de solo criado, também chamado de solo artificial, é considerado por certos autores como instrumento de natureza tributária. Na verdade, como acentua Andrade Azevedo (1993), ele é

"sobretudo um instrumento de caráter urbanístico, que pode ser extremamente eficiente para o melhor ordenamento da cidade". O solo criado existe como mecanismo de financiamento de obras públicas em vários países. Na França, é cobrada uma contribuição pela possibilidade de se valer de um maior coeficiente de aproveitamento do solo. O proprietário só pode construir acima dos coeficientes definidos pelo *plafond legal de densité* (duas vezes a área do lote em todo o país e três vezes na região parisiense), mediante a aquisição dos direitos de construir da municipalidade, que deve possuir um plano de ocupação do solo.

Na Itália, há a uma clara separação do direito de construir do direito de propriedade. O proprietário deve adquirir o direito de construir da municipalidade, que, na prática, passa a ser uma concessão do poder público. A autorização ou licença para construir só é expedida mediante remuneração fixada em função do Programa de Execução do Plano Urbanístico, contemplando áreas verdes, habitações populares e equipamentos urbanos. Nos países escandinavos, grande parte do solo urbano é municipal, havendo concessão do seu uso aos particulares. Quando o terreno é privado, o proprietário dispõe de limite de prazo para construir e, se não o fizer, o plano urbanístico pode ser modificado sem indenização.

Nos Estados Unidos, é comum grandes cidades admitirem a transferência dos direitos de construir. Isso ocorre principalmente com vistas à proteção do patrimônio histórico, evitando demolições indiscriminadas, à renovação urbana, mediante a recuperação dos imóveis existentes. A transferência dos direitos de construir para terceiros e em outras áreas representa uma compensação financeira adequada e, dessa forma, facilita os tombamentos de áreas de interesse histórico-cultural.

Inúmeros e importantes projetos de renovação urbana em áreas centrais e portuárias degradadas foram realizados, nos anos 70 e 80, por meio deste mecanismo, em Nova Iorque, São Francisco, Baltimore, Boston e Chicago. Mais recentemente, por meio do *Transfer of Development Rights*, o mecanismo foi estendido aos proprietários de áreas passíveis de serem transformadas em parques e reservas nacionais.

Basicamente, o conceito de solo criado parte do pressuposto de que o direito de construir é um capital público que poderá ser transferido ao particular. Está sempre associado a uma mudança de zoneamento de caráter oneroso, fonte da captação de recursos pelo poder público para financiar seus investimentos urbanos. Torna-se possível, assim, estabelecer uma contribuição a ser cobrada pela possibilidade de incremento no coeficiente de aproveitamento do solo.

3.4.2 As Concessões e Empreendimentos Associados

Uma das tendências mais interessantes ocorridas nos países desenvolvidos, em matéria de novas formas de financiamento das infra-estruturas de transportes, refere-se às operações denominadas de BOT. A sigla BOT (*Built, Operate and Transfer*) é utilizada para designar um tipo de concessão para a exploração de infra-estruturas envolvendo a construção, operação e retomada dos ativos pelo governo ao término da mesma. Essas operações vêm sendo utilizadas para o financiamento de novas rodovias, ferrovias, instalações portuárias, dutos, bem como de infra-estruturas urbanas.

A experiência italiana com relação às possibilidades de financiamento dos investimentos por meio de parcerias com o setor privado ressalta a realização de empreendimentos associados em áreas de domínio público. Em Milão, por exemplo, a Ferrovie Nord-Milano (FNM), que é uma sociedade de economia mista, (onde o poder público detém 55% do capital e o restante pertence ao setor privado) responde pelos transportes ferroviário, rodoviário, fluvial, assim como pela TV a cabo. A FNM escolheu, em Milão, doze locais nas áreas urbanas mais densas, consideradas de grande interesse para o futuro desenvolvimento da cidade. O grande potencial de comercialização nos espaços de influên-

cia da operação intermodal, em conjunto com as operações imobiliárias, propicia a realização de empreendimentos associados de grande influência no mercado imobiliário.

Acrescente-se que, no que diz respeito às possibilidades de empreendimentos associados em áreas de domínio público incorporadas ao setor de transportes, existem tanto as que deixam de ser utilizadas para os serviços de transporte e são destinadas a funções do setor privado, como as que incorporam, além do transporte, outras funções desenvolvidas pelo setor privado. Na Inglaterra, a London Regional Transport (LRT) desenvolve sistematicamente suas atividades de promoção imobiliária chamadas de *property business from development and sales of assets*. Estas atividades incluem a venda de terrenos da LRT (antigas oficinas e garagens), operações imobiliárias para realização de centros comerciais e escritórios em áreas de influência de determinadas estações do metrô, além da implantação e locação de espaços comerciais nas estações mais movimentadas. Em 1980, essas atividades da LRT geraram menos de 2 milhões de libras esterlinas, em 1985/1986, produziram 10 milhões de libras e, em 1988/1989, nada menos de 72 milhões.

O repasse ao setor privado de parte dos custos de construção de estações próximas a operações imobiliárias têm um bom exemplo em Londres. Após a construção do primeiro trecho de metrô leve em Docklands, o principal promotor imobiliário localizado próximo à estação de Canary Wharf, o grupo anglo-canadense Olympia and York se dispôs a implantar ali um pólo terciário superior e financeiro de Londres. O grupo propôs pagar 40% do custo total do prolongamento da linha até a City, com custo total estimado em 170 milhões de libras esterlinas. A LRT comprometeu-se, de sua parte, com o financiamento do resto da obra, a ser entregue em data preestabelecida, oferecendo o nível de serviço acordado previamente.

Na França, o financiamento dos investimentos por meio de parcerias com o setor privado evoluiu muito nos anos 80. Em Paris, terrenos dos terminais aeroportuários são alugados ao setor privado, que neles edifica hotéis e escritórios. Autoriza-se a ocupação temporária desses espaços de domínio público em determinado prazo, renovável, mas sem direito público de permanência no local e tampouco direitos de propriedade comercial. Além das edificações, fica por conta do setor privado o ajuste das redes públicas de infra-estrutura. Os aluguéis, por sua vez, são definidos com base no mercado e ajustados anualmente. Com a retomada dos terrenos, não havendo renovação de prazo, agregam-se ao domínio público as benfeitorias.

Como exemplo de empreendimento associado em áreas de domínio público incorporadas ao setor de transportes, é interessante mencionar a experiência da Société Nationale des Chemins de Fer (SNCF) em Paris. Áreas de domínio público, que deixaram de ser utilizadas na realização do serviço de transporte ferroviário, foram vendidas ao setor privado, após sua desafetação, a preço de mercado. Em geral, as vendas dessas áreas são precedidas por projetos elaborados pelo poder público, que propõe as redes de infra-estrutura necessárias à sua urbanização, as edificações e atividades desejáveis, assim como a sua classificação conforme a lei de zoneamento do uso e ocupação do solo.

Durante as obras de urbanização, a SNCF realiza uma concorrência entre os empreendedores imobiliários para implantarem as edificações de acordo com os projetos preestabelecidos e adquirirem tais áreas a preço de mercado. O preço é calculado considerando os gastos com as obras de urbanização (a cargo da SNCF), o preço de mercado vinculado ao uso e ocupação estabelecidos pela lei de zoneamento, os honorários técnicos dos projetos e as margens de lucro imobiliário.

Incorporando à área pública outras funções do setor privado, em Paris/Massy, foram agregadas aos terrenos da SNCF áreas privadas desapropriadas para realizar melhorias, tanto na rede ferroviária, como no tecido urbano adjacente, envolvendo a infra-estrutura de serviços públicos. Data de 1983 uma lei que permite a criação de sociedades de economia mista para realizar tais desaproprias-

ções, reurbanizar a área envolvida no projeto e revender ao setor privado os espaços ali edificados, sempre obedecendo ao projeto do poder público.

A experiência canadense com relação ao financiamento dos investimentos por meio de parcerias com o setor privado é bastante expressiva. Existem em Montreal e Toronto empreendimentos imobiliários envolvendo programas de renovação urbana (*urban renewal*) com o processo de desapropriações orientado para esse fim. Em Montreal existem, também, construções de acessos diretos aos serviços de transporte (metrô). São projetos que envolvem construções de interesse comum dos setores público e privado, desenvolvidos em conjunto (*joint development*). Cabe acrescentar que, no Canadá, tem-se avançado muito na questão das concessões de longo prazo ao setor privado para construção e operação de partes do sistema de transportes.

Nos Estados Unidos, com relação aos empreendimentos associados, estão sendo conduzidas inúmeras iniciativas pelo setor privado, com o objetivo de se incorporarem aos transportes. Em São Francisco, Los Angeles, Washington e San Diego, desenvolvem-se operações de *joint development* entre o poder público e o setor privado em áreas destinadas aos transportes. Em São Francisco e em Tampa estuda-se a instituição de encargos para os imóveis edificados sobre estações e estacionamentos (*air rights*). Essa taxa é aplicada em Denver, como uma *value capture* e corresponde ao aluguel dos direitos de ocupação dos espaços sobre as estações.

Em Denver, o aluguel dos direitos de ocupação dos espaços edificados sobre as estações cobre cerca de 5% do custo de operação dos transportes e deverá trazer mais de US\$ 55 milhões em quinze anos. Em Los Angeles, por sua vez, o setor privado paga uma contribuição para ter acesso direto a uma nova estação de transporte público. Ainda em Los Angeles, os promotores imobiliários custeiam parte da construção e manutenção de estações próximas às áreas em que instalam suas operações imobiliárias.

3.4.3 Os Mecanismos de Natureza Financeira

Os mecanismos inovadores de financiamento por meio de captações e aportes dos mercados financeiro e de capitais que têm sido mais utilizados para financiamento das infra-estruturas urbanas, em especial nos transportes públicos dos países desenvolvidos, são:

- recursos levantados a partir de operações de *leasing* de equipamentos, instalações e material rodante ou imobiliário; e
- lançamento de debêntures ou títulos mobiliários em operações com investidores institucionais (fundos de pensão e fundos de seguradoras).

Nos países desenvolvidos, durante o período de prosperidade econômica dos anos 80, foram formados grandes *pools* de fundos de recursos financeiros e o grande desafio foi implementar estruturas capazes de aplicá-los internacionalmente, com o mínimo de risco. As operações de *leasing*, especialmente entre países responderam, em grande parte, a esse desafio. Assim, as taxas americanas, francesas, inglesas ou japonesas para alavancagem de negócios prepararam o volume de operações de *cross border lease*, como forma mais criativa de transferência de recursos entre países. Essas modalidades de financiamento sempre envolveram altos custos de pesquisa e administração dos complexos aspectos legais e de balanço, com vistas a mecanismos de transferência e documentações corretas. Sem dúvida, o grande montante de recursos envolvidos nas operações ajudou pagar seus altos custos. Mas, ao mesmo tempo, a prática de *cross border* produziu uma gradual erosão dos incentivos fiscais nos Estados Unidos e no Reino Unido - o que induziu intervenções para adequar leis e normas destinadas às operações internacionais de *leasing*.

As operações de *leasing* de equipamentos de transporte têm sido muito utilizadas no exterior, especialmente nos Estados Unidos, Comunidade Econômica Européia e Japão. A experiência internacional nessa modalidade de operação financeira aponta diversas formas, destacando-se aquelas denominadas de *nominal lease*, *safe harbor lease*, e o já mencionado *cross border lease* (com *lease back*), conforme os tipos de parceria entre as empresas públicas, privadas, nacionais e estrangeiras nelas envolvidas.

É importante lembrar que medidas adotadas nos Estados Unidos pela administração Reagan, para corrigir certos efeitos da sua política de austeridade, dentro do *Economic Recovery Tax Act*, de 1981, e o *Tax Equity and Fiscal Responsibility Act*, de 1982, consolidaram um conjunto de medidas de incentivo fiscal de caráter inovador, que puderam levantar recursos suplementares bastante significativos para o sistema de transportes públicos. Esse conjunto de medidas favoreceu fundamentalmente o mecanismo do *nominal lease* (arrendamento nominal), o qual permitiu, nos anos 80, que inúmeras empresas operadoras de transportes adquirissem equipamentos e material rodante e os vendessem a uma outra sociedade, realizando lucros em função dos incentivos fiscais ligados à compra desses bens, sem que fosse alterada a propriedade em todos os outros aspectos da operação.

Os conceitos associados a tais mecanismos e alguns casos de sua aplicação nos Estados Unidos e na Europa são apresentados a seguir, com ênfase ao *cross border lease*, mecanismo que, como foi visto, viabilizou as operações de *leasing* de caráter internacional. A conceituação e exemplos de experiências internacionais a seguir foram extraídos da resenha feita por Passos (1993) sobre as experiências internacionais de *leasing*.

O *nominal lease* permitiu, às empresas de transporte norte-americanas, a aquisição de material rodante e a vendam a sociedades beneficiárias das vantagens fiscais ligadas à compra desses bens, sem perder a propriedade dos mesmos sob os demais aspectos. Para se beneficiarem das deduções fiscais referentes à compra desses bens, tais sociedades pagaram cerca de 15% do valor dos equipamentos na assinatura dos contratos de parceria com as empresas de transporte. Em 1982, valendo-se do *Tax Equity and Fiscal Responsibility Act*, as empresas de transporte de Nova Iorque, San Diego, Boston, Filadélfia, Atlanta e Washington, aplicaram esse processo na compra de carros de bonde ou metrô.

No caso do *safe harbor lease*, as empresas de transporte vincularam a receita por elas apurada, na forma de bônus ou outros fundos, a operações financeiras com corporações privadas, para que estas comprassem material rodante. Essas empresas, em seguida, alugaram os equipamentos adquiridos às empresas de transporte, a um valor, geralmente, igual ao pagamento devido pelas corporações privadas a essas empresas. Foram associadas aos equipamentos, ainda, deduções de depreciação acelerada, em troca de reduções sobre os rendimentos tributáveis das corporações. Tais operações reduziram os problemas de fluxo de caixa das empresas de transporte e as corporações privadas ganharam com a redução dos impostos. Até agosto de 1981, foram realizadas nos Estados Unidos mais de quinze negociações de *safe harbor lease*, envolvendo mais de US\$ 400 milhões em equipamentos.

A Metropolitan Transport Authority (MTA), de Nova Iorque, foi a empresa que entre 1981 e 1987 mais recorreu às operações de *safe harbor lease* ligadas a materiais rodantes novos ou renovados. Este mecanismo de locação/venda de equipamentos produziu, ao todo, cerca de US\$ 500 milhões de receita para fins de investimentos, representando mais de 3% do financiamento do programa e investimento da MTA para o período 1982-1991.

Nos mecanismos de *leasing*, os parceiros privados tiram vantagens fiscais dessa forma de propriedade dos bens, as empresas de transporte arrendatárias transferem essas vantagens aos custos de utilização dos bens e, finalmente, as autoridades fiscais, de quem dependem esses arrendatários, pagam por tais vantagens, abrindo mão, assim, de parte de suas receitas. O mecanismo contribuiu com a

anulação, em setembro de 1987, das disposições que regulamentavam as operações de *leasing* com parceiros americanos. No entanto, é ainda possível recorrer a essa modalidade de incentivo fiscal, montando operações com parceiros estrangeiros. Conhecidos por *cross border lease*, esses novos contratos de locação/venda transformaram-se, inclusive, em uma ajuda à exportação de equipamentos de transporte através desses países. A eles são, usualmente, associados contratos de *lease back*.

Em 1988, quando a Metropolitan Transport Authority (MTA) não pôde mais se valer das disposições que regulamentavam a *safe harbor lease*, voltou-se aos investidores estrangeiros, que não pagavam impostos nos Estados Unidos. Assim, a MTA montou com o Japão a primeira operação de *cross border lease* para a obtenção de 190 carros de metrô Kawasaki. Os investidores japoneses ganharam as deduções fiscais ligadas à propriedade dos veículos e os devolveram à MTA, com um contrato de *lease back*. O benefício líquido da operação foi estimado em 5,5% do custo do material.

A compra do material rodante da linha de metrô-leve *Blue Line*, de Los Angeles, com 36 km entre o centro de Long Beach e o sul da região, utilizando parte do antigo leito da Pacific Electric Railway, contou com a participação de um investidor japonês, adquirindo o equipamento por US\$ 76 milhões ou seja, cerca de 10% do custo total do investimento. O montante da locação paga pelo operador correspondeu às amortizações deduzidas pelo investidor. Esta operação, que implicou ainda em um programa imediato de 5% do valor da compra, permitiu economizar US\$ 4 a 5 milhões nos custos do projeto.

Da mesma forma, frente à hostilidade do governo do estado da Califórnia à evasão fiscal vinculada às operações de *safe harbor lease*, as linhas de metrô-leve projetadas para a cidade de San Diego, até 2.010, pela Metropolitan Transit Authority Development Board (MTDB), deverão ter seu material rodante financiado por operações de *leasing* com parceiros estrangeiros, principalmente alemães.

No empreendimento do Eurotúnel, estimou-se que cerca de 10% dos custos de construção poderiam ser financiados por *lease*, principalmente os sistemas de *shuttle* - para o transporte de veículos sobre rodas e seus passageiros entre os terminais -, além das locomotivas, sistemas de sinalização, terminais, barreiras de pedágio, entre outros. Os fornecedores convidados para apresentar propostas de *lease* destinadas ao financiamento do material rodante formaram cinco grupos de empresas consorciadas: ABG (ALSTHOM, BREL, GIC), EUROSHUTTLE (BRUSH, ANF, BN, BOMBARDIER, ASEA-BROWN BOVERI); HMT (HITACHI, MITSUBISHI, TOSHIBA, KAWASAKI, TOKYU) para financiar locomotivas e *shuttles*; Siemens, para financiar locomotivas; e Breda-Fiat, para financiar os *shuttles*. Um projeto da dimensão do Eurotúnel, com sua condição binacional (anglo-francesa), criou amplas possibilidades de *cross border lease*. Sendo, ainda, um empreendimento privado, o fornecimento de material rodante seria realizado não apenas com o apoio dos mercados de *leasing* do Reino Unido e da França, como também alemães e japoneses.

4. AS QUESTÕES RELACIONADAS COM A PARTICIPAÇÃO PRIVADA

4.1 A Diversidade de Situações

Há uma grande diversidade de situações relativas à exploração de serviços públicos urbanos. Assim, os serviços de transporte coletivo por ônibus são tradicionalmente prestados no regime de permissão. Houve inovações nos contratos nos quais se desvincula as tarifas dos custos, pagando o poder público pela produção, em termos da contratação das empresas operadoras em função de critérios que combinam os passageiros transportados e a quilometragem percorrida, e subsidiando a diferença. Há, também, o caso de frotas públicas arrendadas aos contratados.

O transporte de massa sobre trilhos, ainda estatal, poderá ser objeto de concessão onerosa dos ativos operacionais para exploração privada, em virtude dos subsídios envolvidos na sua operação. No caso dos sistemas de saneamento, já existem casos de concessão total ou parcial para a exploração dos serviços, além de terceirizações que vinham ocorrendo no setor. De todo modo, permissões e concessões são equiparadas pela legislação vigente. Todavia, algumas questões importantes em relação aos modelos convencionais de concessão de serviços públicos devem ser objeto de reflexão.

4.2 A Questão Tarifária no Regime de Concessão

Nos contratos de concessão ou permissão, a tarifa a ser cobrada pelo serviço público deve assegurar o equilíbrio econômico-financeiro da exploração e a garantia do suprimento do serviço aos usuários. A tarifa a ser fixada pelo poder público baseia-se no preço da proposta vencedora da licitação. Relacionando-se os princípios da Lei de Concessões (8.987/95) e de Licitações (8.666/93) entende-se que a tarifa, como fator principal de julgamento, deve ser a menor.

A rigor, a Lei nº 8.987/95 não define uma política tarifária a ser gerenciada pelo poder público, mas vincula a tarifa exclusivamente à licitação para a exploração do serviço. A vantagem é a de evitar as instabilidades criadas por interferências políticas em termos de tabelamentos ou congelamentos tarifários. A desvantagem é a de "engessar" a tarifa pelo prazo de concessão, retirando-lhe, eventualmente, condições de competitividade. É essencial nos contratos de concessão a definição de fórmula paramétrica para o reajuste tarifário ao longo do período de concessão, inclusive com a inclusão de salvaguardas para os casos em que, por razões fortuitas, a fórmula não seja seguida ou respeitada pelo poder concedente.

No caso de expansões ou aumentos de capacidade das infra-estruturas urbanas ou metropolitanas mais complexas, em virtude da tecnologia e da escala envolvidas, a tarifa a ser cobrada pela prestação do serviço público poderá não ser suficiente para amortizar o investimento total. Talvez não possa cumprir, sequer, a exigência de assegurar o equilíbrio econômico-financeiro da exploração e a garantia do suprimento do serviço aos usuários.

Nesse particular, o edital de licitação para a concessão da construção e exploração de grandes infra-estruturas do tipo metrô, anéis viários metropolitanos e sistemas de adução e tratamento para o saneamento básico, deverá diferenciar-se do modelo usual, acrescentando a exigência de apresentação de engenharia financeira, abrangendo as obras e explorações associadas ao empreendimento. Os critérios de avaliação e julgamento transcenderão os dos editais convencionais, ponderando prazos, benefícios para o poder público, condições de reversão das benfeitorias de obras associadas, etc., além de se possibilitar a abertura das engenharias financeiras para composições com recursos governamentais a fundo perdido e empréstimos de instituições nacionais e internacionais de fomento (BNDES, BIRD ou BID). Tais recursos podem ser direcionados para as desapropriações ou determinadas instalações fixas de interesse público mais amplo.

4.3 A Questão dos Ativos no Final da Concessão

No contrato de concessão, os ativos operacionais vertem ou reverterem para o poder público, no final ou na extinção da concessão. Os bens necessários à prestação e à continuidade dos serviços devem se manter a eles vinculados. A concessão, na verdade, é para a exploração do serviço pelo concessionário, com ou sem investimentos.

Ao verter ou reverter os bens ao poder público, cabe a este indenizar o concessionário, caso os bens tenham um valor residual. Por isso é sempre conveniente que o período de concessão seja compatível com a vida útil dos bens investidos pelo concessionário. Essa compatibilização é muitas

vezes difícil, pois há equipamentos e instalações cuja vida útil se encerra antes do término da concessão, e outros em que a vida útil física é, ao contrário, superior. Busca-se, então, a amortização econômica ou contábil dos bens, de forma a compatibilizar a sua depreciação com o prazo da concessão. O valor da depreciação contábil é usualmente incorporado à tarifa cobrada do usuário pela prestação do serviço.

No caso das infra-estruturas urbanas ou metropolitanas mais complexas, a questão dos ativos no final da concessão tem contornos de maior dificuldade. Os empreendimentos no seu conjunto englobam tanto os bens necessários à prestação e à continuidade dos serviços - e a eles vinculados ou "dedicados" - como os bens resultantes das obras e explorações associadas. Como estas últimas serão forçosamente diversificadas em sua natureza, é necessário refletir sobre critérios de reversão.

Como as utilizações não serão exclusivas para a prestação dos serviços, envolvendo utilizações múltiplas, o que prevalecerá são os valores de mercado dos empreendimentos associados. Estes, por serem parte integrante da engenharia financeira dos empreendimentos principais, darão ensejo a receitas ao longo do período da concessão, que possibilitarão a amortização do investimento objeto da concessão.

Pode-se prever critérios de fixação de valores residuais, previamente definidos em contrato, para efeito do exercício de opção de compra pelo concessionário, de renovação da concessão de exploração ou de nova licitação. Pode-se, também, simplesmente definir regras de reversão, considerando os investimentos já amortizados no período de concessão. Um aspecto importante é o das possíveis discrepâncias entre valores contábeis e econômicos (recursos efetivamente aplicados na construção e aquisição de bens), especialmente em função das valorizações imobiliárias. Estas se constituirão no principal fator de viabilização do empreendimento.

Note-se que no caso, por exemplo, de metrô, ferrovias e anéis viários metropolitanos, as suas instalações e equipamentos de apoio à operação serão os únicos bens "dedicados" ou de uso exclusivo e, como tal, objeto de avaliações pelo valor contábil ou econômico, que podem, inclusive, ser discrepantes. Os demais bens associados ao empreendimento, de utilização múltipla, só podem ser avaliados pelo seus valores de mercado.

4.4 A Questão do Financiamento e das Garantias

O concessionário deve investir, durante o período de maturação do investimento, em obras e aquisição de equipamentos e instalações de apoio. No caso de empreendimentos de grande complexidade, além da sua construção, existirão, também, períodos de maturação para as diversas obras e instalações associadas às infra-estruturas principais. As receitas só começarão a ser geradas após esse período e as amortizações só se darão no longo prazo, devendo remunerar o capital aplicado.

A complexidade da engenharia financeira reside na alavancagem de recursos diversificados de terceiros, o que requer mecanismos efetivos de garantias. Como foi assinalado, o empreendimento no seu conjunto apresenta dois tipos de ativos: a) aqueles que só têm valor no âmbito do contrato de concessão (as instalações e equipamentos "dedicados" em si; e b) aqueles que têm valor de mercado e liquidez para serem transacionados (prédios de escritórios ou residências, *shoppings*, terminais, etc.).

Como o empreendimento principal se financia, em grande parte, com capital de risco para empreendimentos comerciais, com perspectivas de remuneração definidas pelo mercado e garantias reais, não há necessidade, ao contrário das concessões convencionais, de estabelecer salvaguardas que cubram todos os investimentos associados ao investimento principal, para que os financiadores tenham segurança de que o financiado (concessionário) poderá amortizar o financiamento e pagar os encargos ao longo do período. Um aspecto importante, todavia, é que pela Lei de Concessões

(8.987/95) dificilmente o concessionário obterá financiamentos para executar as obras necessárias à exploração dos serviços, dando em garantia os próprios bens reversíveis.

Na verdade, a questão das garantias se coloca mais de outra forma: a de como o concessionário garantirá ao poder público a plena execução dos compromissos de construção e exploração dos serviços da forma exigida pelo contrato de concessão. Além disso, como garantir os recursos diversificados de terceiros aportados diretamente ao empreendimento principal e como impedir descontinuidade no processo de concessão.

Terão que ser estabelecidos mecanismos de *performance bonds* e garantias solidárias baseados em estudos aprofundados, envolvendo construtor/agente financeiro/operador, com características de longo prazo, para garantir o cumprimento das metas estabelecidas no contrato de concessão. Note-se que tais mecanismos ainda não têm prática corrente no Brasil para financiamentos de longo prazo. Não há dúvida, portanto, que é da maior relevância o problema dos riscos do empreendimento, no âmbito da equação: custo/investimento/receita.

Do ponto de vista do financiamento de empreendimentos urbanos com o objetivo de prestação de serviços públicos essenciais, deve-se raciocinar em termos de:

- *securitização*: ou seja, a transformação de um fluxo financeiro em títulos, que formam uma base de captação em prazo determinado (receitas, participações acionárias, etc.); e
- *capitalização*: ou seja, a atração de investidores ou captadores no risco resultante da viabilidade econômico-financeira do empreendimento.

No caso da concessão de uma rodovia, por exemplo, o investimento principal só tem valor e utilidade dentro do contrato de concessão, sendo que o valor do ativo dependerá do que poderá render durante o período de concessão e de qual será o seu valor residual no final. Sendo a tarifa do pedágio fixa e havendo uma "reserva" de mercado para a rodovia, a receita do empreendimento dependerá exclusivamente do crescimento do tráfego. Daí serem cruciais os estudos de tráfego para a definição da rentabilidade do investimento.

Os empreendimentos voltados para a construção e exploração de grandes infra-estruturas urbanas do tipo metrô, anéis viários metropolitanos e sistemas de adução e tratamento não se enquadram no modelo convencional de concessão e não se remunerarão apenas pelo crescimento do tráfego, mas sim pela associação de empreendimentos baseados na valorização do solo. Assim, o contrato de concessão deverá ter as salvaguardas necessárias e suficientes para que os financiadores tenham a garantia de que os financiados terão um fluxo de receita capaz de amortizar e pagar os encargos do financiamento da infra-estrutura "dedicada" à provisão do serviço público essencial em si, e os equipamentos e instalações de apoio necessários à operação e à prestação adequada dos serviços.

4.5 A Questão Institucional

Concessões com a complexidade necessária para infra-estruturas urbanas de grande porte exigirão sistemas organizacionais e reguladores estruturados e capazes de estabelecer normas e exercer o controle das concessões. Com efeito, tais infra-estruturas têm interfaces complexas, exigindo formas inovadoras de planejamento urbano ou metropolitano, em termos de definição e regulação do uso e ocupação do solo, das áreas de preservação ambiental e da localização das infra-estruturas de apoio ao processo de estruturação metropolitana. Envolvem, obviamente, definições de estratégias e políticas de governo, identificação e cadastramento das áreas passíveis de desapropriação, negociação com outras entidades estaduais ou municipais envolvidas, e implementação das bases dos procedimentos licitatórios com vistas à concessão.

Caberá à administração pública detalhar os procedimentos licitatórios, o edital e o contrato de concessão, uma vez que a Lei nº 8.987/95 deu uma relativa flexibilidade para que o edital de licitação e o contrato de concessão definam regras relativas, entre outros aspectos: i) às fontes de receitas alternativas, complementares, acessórias e/ou provenientes de projetos associados; ii) à indicação de bens reversíveis; iii) à indicação do responsável pelo ônus das desapropriações; e iv) dos elementos do projeto básico que permitirão sua plena caracterização como obra pública necessária à adequada prestação dos serviços. Deverão estar presentes em todas as etapas duas preocupações principais: i) o planejamento urbano ou metropolitano; e ii) a continuidade do empreendimento.

Concessões de grande complexidade e envergadura não podem ser consideradas em termos dos modelos convencionais de licitação de obras e nem mesmo como "obra especial com características diferenciadas". Trata-se de licitação de um serviço público, precedida de execução de obra pública, mas com a viabilização econômico-financeira própria de um empreendimento que engloba projetos associados, com engenharia financeira compatível e com uma lógica de avaliação própria, que buscará conciliar fatores múltiplos, como: i) prazo útil real dos investimentos; ii) seqüência dos investimentos associados; iii) condições diversificadas de financiamento e garantias; iv) ciclos tecnológicos diversificados; e v) retornos diferenciados ao longo da concessão.

5. SÍNTESE E PERSPECTIVAS

Os financiamentos para infra-estruturas urbanas complexas, como o transporte sobre trilhos e o saneamento básico, apresentam algumas características peculiares, representando dificuldades para uma maior inserção da iniciativa privada no setor, como: i) prazos de maturação longos (10 a 30 anos); ii) custos compatíveis com a geração de receita no longo prazo; iii) estrutura de repagamento com amortizações periódicas; iv) instâncias reguladoras ainda não estruturadas; v) inexperiência na concessão de financiamentos no setor; e vi) fontes internas ainda bastante limitadas para obtenção de recursos.

Diante dessas características, e se considerarmos que os bancos e entidades financeiras nacionais não estão totalmente preparados para alavancar recursos destinados ao financiamento de projetos de longo prazo, os mecanismos e fontes alternativos disponíveis são os apresentados a seguir:

- *BNDES*: Embora seja o único banco a financiar a longo prazo em moeda nacional, seu prazo máximo de concessão é de dez anos. O banco, porém, oferece outras possibilidades: i) o total do financiamento pode alcançar boa parte (até 50%) dos custos do investimento; ii) a importação de equipamentos (acima de 85% para investimentos vindos do exterior); e iii) a ampliação da carência no período de construção do projeto.

- *Bancos comerciais*: Eventualmente estes poderiam vir a complementar os financiamentos do BNDES, uma vez que estão se preparando atualmente para essa composição, por exemplo, nos projetos de concessão de serviços de saneamento.

- *IFC*: No segundo semestre de 1995, o Brasil foi o segundo maior beneficiário dos recursos da International Finance Corporation - IFC - com aproximadamente US\$ 231 milhões concedidos em empréstimos a 52 empresas privadas. Os prazos desses empréstimos podem alcançar 10 ou 12 anos e, dependendo do projeto, o IFC participa do financiamento por meio do aporte de recursos de capital (*equity*).

- *Eurobônus*: São títulos representativos da dívida colocados à disposição de investidores no Euromercado. As condições de aquisição desses títulos sofrem variações (de taxas de juros fixas ou não, ou de prazos entre 2 a 3 anos) de acordo com as flutuações desse mercado. Os títulos em moeda norte-americana são os mais procurados, mas não se exclui a emissão de títulos em outras moedas.

- *Agências de export-credit*: São uma opção no caso de importação de máquinas e equipamentos. Como seu objetivo é fomentar exportações, há possibilidade de oferecer incentivos a créditos com taxas de juros baixas.

- *Securitização de "recebíveis"*: É uma modalidade comum nos países desenvolvidos e traduz-se em uma das formas possíveis de financiamento do setor de saneamento. Devido à baixa volatilidade das receitas do setor, os chamados recebíveis de saneamento básico poderiam ser utilizados como garantia na emissão de títulos ou contratação de empréstimos. Essa modalidade ainda é muito recente no Brasil.

- *Fundos de pensão brasileiros*: São, em número aproximado, 340, sendo que os seis maiores representam mais da metade do total de ativos. Os fundos de pensão e das seguradoras, que têm perfis de investidores de longo prazo, podem ser parceiros possíveis, vez que estão se tornando, crescentemente, participantes mais ativos nas empresas.

- *Abertura de capital das empresas privadas ou públicas*: Pode ser considerada uma alternativa para alavancar recursos. Dependendo de sua *performance*, a captação de recursos pode ser de grande porte. Isso implica constante monitoração de riscos pertinentes ao mercado.

No que diz respeito às concessões do tipo BOT, ou suas variantes, as fontes de financiamento apontadas podem ser mobilizadas no âmbito de engenharias financeiras associadas ao *Project Finance*. Pelo mecanismo do BOT, um consórcio privado recebe a concessão governamental para ampliar a capacidade de uma infra-estrutura existente ou criar uma nova. A rigor, esse tipo de financiamento implica o fato de o retorno do investimento derivar do empreendimento em seu conjunto - administrado pelo consórcio que obtém a concessão -, e não de projetos específicos ou do governo concedente. Os financiamentos são remunerados pelos ativos imobilizados (terrenos, instalações fixas e equipamentos) e direitos contratuais (*performance bonds* e garantias governamentais que o consórcio possa obter).

O consórcio privado levanta os recursos financeiros, para implantar a infra-estrutura geradora de receita, junto a bancos comerciais e bancos de investimento - freqüentemente, com o apoio de agências de crédito para as exportações dos países de origem dos financiamentos - e junto a entidades internacionais de fomento (Banco Mundial, entre outros). É usual, também, que os governos concedentes aportem créditos de instituições nacionais e garantias contratuais nas diversas etapas de implantação e operação dos empreendimentos, especialmente contra calamidades e interferências políticas. O consórcio detém a concessão por um período de tempo suficiente para reembolsar os empréstimos junto aos bancos e remunerar os investidores. Os horizontes de tempo de concessão são, em geral, de vinte a quarenta anos. Findo o período de concessão, a infra-estrutura, com todas as benfeitorias e operação, é transferida para o poder concedente.

Nos segmentos de transportes com elevada densidade de tráfego e grandes projetos de saneamento, as concessões BOT têm amplas perspectivas de aplicação e constituem uma forma de dividir responsabilidades e remunerações. O poder público deixa de ser o único tomador de riscos na condução dos projetos de infra-estrutura, usualmente financiados por recursos orçamentários (a fundo perdido) ou recursos tomados a instituições de fomento (reembolsáveis). Com a atração de parcerias privadas, diminuem as pressões sobre os recursos governamentais. O poder público, porém, continua a ter um importante papel na imposição de programas (encargos) a serem cumpridos pelo consórcio, e na fiscalização e no controle da qualidade dos serviços.

Cabe assinalar que o mecanismo da concessão de tipo BOT envolve, obrigatoriamente, uma relação estável e duradoura entre os interesses do governo (implementar políticas públicas e garantir a qualidade de um serviço público) e os de consórcio privado (maximizar os seus lucros). Esses inte-

resses, que envolvem convergências e divergências, devem ser avaliados realisticamente, de forma a estabelecer bases contratuais sólidas, que definam claramente os papéis dos agentes envolvidos e maximizem os interesses comuns nas etapas de planejamento, legislação de apoio, financiamento, projetos, construção e operação. Da mesma forma que o governo deve abrir mão do seu poder para as forças de mercado, o setor privado deve submeter-se a políticas e programações públicas, assim como ter confiabilidade nas instituições governamentais.

Apesar das dificuldades envolvidas no relacionamento entre os setores público e privado, especialmente em países como o Brasil, podem ser mencionadas as seguintes vantagens do mecanismo de concessão tipo BOT:

- um consórcio de empresas privadas, formado de segmentos diversificados e interesses convergentes no êxito do empreendimento, tem maior rapidez no processo decisório e na implementação das diversas etapas do processo;
- o consórcio, além de contribuir com a sua experiência diversificada, agrega credibilidade nas negociações com a comunidade financeira internacional;
- o processo de parceria público/privado atrai investimentos adicionais do exterior;
- a concessão para exploração de serviço público por um consórcio privado libera recursos governamentais para outros setores onde as necessidades coletivas exijam recursos orçamentários a fundo perdido (saúde pública e educação primária, por exemplo);
- as responsabilidades do governo restringem-se exclusivamente à formulação de um programa de investimentos e encargos para o consórcio concessionário, assim como a fiscalização e o controle de qualidade do serviço ao público usuário, tornando-se necessária, portanto, a existência de um processo regulador estável e institucionalizado;
- os procedimentos para a obtenção dos financiamentos são mais rápidos, favorecendo os cronogramas de implantação dos projetos; e
- a parceria pelo mecanismo BOT cria oportunidades de negócios muito diversificadas, transformando um projeto de infra-estrutura em um complexo de iniciativas e empreendimentos associados ou subsidiários, com amplas repercussões nos níveis de renda e emprego na área de influência do projeto.

No quadro das parcerias, especialmente pela via das concessões, torna-se mais exequível, portanto, a recuperação dos financiamentos externos multilaterais, pela retomada de negociações baseadas em programas de múltiplas associações e com perspectiva de longo prazo, o que poderá propiciar, inclusive, a recomposição, em bases mais racionais, dos recursos institucionais de forma a atender as contrapartidas dos financiamentos. A recuperação dos financiamentos externos bilaterais de fornecimentos de equipamentos, instalações e materiais, poderá ser igualmente facilitada nessa perspectiva.

Finalmente, no que diz respeito ao setor habitacional, há toda uma gama de possibilidades inovadoras que devem ser exploradas por parcerias entre entes públicos e privados e entre níveis de governo. Além disso, é fundamental a formação de fundos de longo prazo resultantes de um esforço cooperativo de estados e municípios, com recursos orçamentários ou arrecadados com destinação específica. Muitos municípios vêm instituindo seus próprios sistemas de habitação, com geração de recursos vinculados na origem para a produção de habitações, paralelamente à destinação de recursos orçamentários.

O importante, atualmente, é ter clareza quanto aos aspectos do setor habitacional que devem ser incluídos na agenda de discussões, de forma a viabilizar os instrumentos e mecanismos inovadores –

nos campos institucional, legal e do financiamento – necessários à superação no longo prazo do déficit. Nesse sentido, o financiamento habitacional deve priorizar:

- a revisão do atual modelo de financiamento, com redefinição das fontes de financiamento para o segmento de habitações populares e criação do Sistema Financeiro Imobiliário para o segmento de mercado;
- a implementação de uma política de subsídios, combinando recursos dos três níveis de governo, para viabilizar o acesso à moradia pela população de baixa renda; e
- o equacionamento dos débitos do FCVS relativos aos resíduos dos saldos devedores dos contratos firmados no âmbito do SFH (objeto da Medida Provisória nº 1.520/96, de 24/09/96).

A criação de novos instrumentos voltados para o mercado, a saber: i) companhias imobiliárias, aptas a emitir títulos nos mercados nacional e internacional e coordenar repasses e pacotes de financiamentos; ii) fundos imobiliários, com participação de investidores nacionais e estrangeiros; iii) securitização de recebíveis de bancos, empresas imobiliárias e de construção civil no mercado secundário; iv) *leasing* imobiliário com prazos mais amplos; e v) *home equity*, para financiamento de compra de terrenos, e reformas e ampliações em imóveis.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ANDRADE AZEVEDO, Eurico. *Contribuição de melhoria e solo criado*.— São Paulo: 1993. Documento de circulação interna elaborado para a Companhia do Metrô.
- BARAT, Josef. *A evolução dos transportes no Brasil*.— Rio de Janeiro: IBGE/IPEA, 1978. 385 p.
- BARAT, Josef. *Introdução aos problemas urbanos brasileiros*.— Rio de Janeiro: Campus, 1979. 249 p.
- BARAT, Josef. *Transporte e energia no Brasil: estudo de caso da Região Metropolitana de São Paulo*.— Rio de Janeiro: Editora Bertrand Brasil, 1991-a. 143 p.
- BARAT, Josef. *Transportes e industrialização no Brasil — 1885-1985: uma análise do caso da indústria siderúrgica*.— Rio de Janeiro: Biblioteca do Exército Editora, 1991-b. 136 p.
- BARAT, Josef. Infra-estrutura de transportes. *In: Estudo da competitividade da indústria brasileira*.— Campinas: UNICAMP/UFRJ/ Ministério da Ciência e Tecnologia/FINEP, 1993.
- BOLETIM Indicadores Antecedentes, n.23, São Paulo, AMR Editora, out./dez., 1996.
- BOLETIM Indicadores Antecedentes, n.24, São Paulo, AMR Editora, jan./mar., 1997.
- PASSOS, Clovis de Faro. *Experiências internacionais de Leasing*.— São Paulo: 1993. Documento de circulação interna elaborado para a Companhia do Metrô.

Financiamento à Infra-Estrutura: o Contexto Internacional e as Expectativas de Longo Prazo

*Gilson Schwartz**

* Professor-Doutor, Instituto de Economia da Universidade de Campinas, Professor-Visitante, Núcleo de Pesquisa em Relações Internacionais da Universidade de São Paulo, editorialista e colaborador do Jornal Folha de São Paulo, Supervisor Editorial do Brazil Investment Link.
Este trabalho foi elaborado no âmbito do Convênio IPEA/ANPEC.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	177
2. FLUXOS DE CAPITAIS, INSTABILIDADE E TRANSFORMAÇÕES DO SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL	178
2.1 Fluxos de Capitais - o panorama recente	178
2.2 Mudanças Fundamentais na Morfologia Financeira desde os Anos 80	180
2.3 Desajustes Macroeconômicos Internacionais e Instabilidade Financeira	182
3. AS TENDÊNCIAS DOS MERCADOS FINANCEIROS INTERNACIONAIS E A EMERGÊNCIA DE UM NOVO REGIME DE INVESTIMENTOS	185
3.1 As Novas Formas e Riscos Financeiros	186
3.2 Investimentos Diretos: fluxos e regimes	189
4. INFRA-ESTRUTURA E FINANCIAMENTO	195
5. INFRA-ESTRUTURA E EXPECTATIVAS DE LONGO-PRAZO	199
6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	203
7. ANEXO	204

1. INTRODUÇÃO

Este texto procura estabelecer as principais relações entre as mudanças que vêm se processando no sistema financeiro internacional e as tendências atuais de reorganização dos setores de infraestrutura, especialmente no tocante ao financiamento dos investimentos. Examinam-se, nas seções 2 e 3, as modificações mais relevantes no panorama financeiro internacional nos anos recentes, sublinhando os condicionantes a uma expansão sustentada dos *fundings* internacionais para investimento. Em seguida, são analisadas as mudanças no universo da infra-estrutura. Finalmente, apontam-se algumas implicações de interesse para o caso brasileiro.

Um aspecto importante a notar é que o debate sobre financiamento de infra-estrutura está vinculado tanto a fatores econômicos e, mais diretamente, financeiros, inclusive de curto prazo, como a importantes variáveis não-econômicas, principalmente fatores de natureza demográfica e sobretudo urbanística.

Como já sublinha o Termo de Referência do IPEA (pág. 11), “tradicionalmente, a análise do processo de privatização e/ou liberalização dos mercados desses setores encerra ou uma abordagem macroeconômica e agregada, onde se destaca a preocupação fiscal, ou um enfoque estritamente setorial”. Mas o Projeto coloca entre os seus objetivos a delimitação de um campo que, a rigor, não é “macro” nem “micro”, envolvendo “aspectos que, presentes para os diversos setores, especialmente no tocante à reestruturação do financiamento, permitam *articular os movimentos e impasses específicos às mudanças mais gerais* que se operam no papel e financiamento do setor público e à reestruturação do padrão de financiamento da economia” (grifo nosso).

O estudo procura inserir-se nessa perspectiva, apontando para movimentos gerais de ordem financeira que têm desdobramentos específicos para os vários mercados e setores. Nesse sentido, as mudanças recentes no sistema financeiro internacional são um elemento básico de referência para a discussão das transformações mais gerais no financiamento da infra-estrutura. Merecem destaque, especialmente, as transformações nos sistemas bancários, a emergência de novos atores ou *players* nos mercados, assim como de instrumentos e mesmo mercados novos.

O pano de fundo são as principais tendências do ajuste financeiro e macroeconômico global, que condicionam a nova onda de financiamento e investimentos de longo prazo em mercados emergentes a um contexto de instabilidade e volatilidade dos fluxos de capitais.

No campo específico da infra-estrutura e dos fluxos de investimento, há pelo menos três eixos importantes de inovação global: os processos de privatização e desregulamentação, algumas novas realidades geopolíticas e uma revolução tecnológica sem precedentes.

A economia brasileira atende a vários dos requisitos decisivos para uma inserção construtiva no sistema internacional, ainda que a herança de desequilíbrios macroeconômicos fundamentais seja bastante negativa, sobretudo porque limita a velocidade com que se abrem novos campos de financiamento e investimento em infra-estrutura.

De grande relevância, nesse contexto, é a construção de instâncias transparentes de regulamentação da concessão de serviços e a capacidade de usar eficientemente as políticas públicas, especialmente as financeiras, para fomentar o desenvolvimento da infra-estrutura.

2. FLUXOS DE CAPITAIS, INSTABILIDADE E TRANSFORMAÇÕES DO SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL

2.1 Fluxos de Capitais - o Panorama Recente

De acordo com recente relatório do Banco Mundial ("Global Development Finance - 1997"), a principal característica dos fluxos financeiros internacionais continua sendo, dois anos depois da crise mexicana, a participação crescente dos capitais privados, em um contexto de estabilidade do financiamento oficial.

Os fluxos agregados de recursos líquidos para países de renda baixa e média alcançaram aproximadamente US\$ 285 bilhões em 1996, 20% acima do registrado em 1995. Os fluxos líquidos de fontes privadas aumentaram US\$ 69 bilhões, enquanto o financiamento oficial para o desenvolvimento diminuiu US\$ 12 bilhões - em virtude do pagamento antecipado de US\$ 7 bilhões pelo México ano passado.

Nos mercados de bônus (*bonds*), a alta foi de 62% (US\$ 46,1 bilhões), os investimentos de carteira (*portfolio*) aumentaram 42% (US\$ 45,7 bilhões) e o investimento direto estrangeiro passou de US\$ 95,5 bilhões em 1995 para US\$ 109,5 bilhões em 1996, com destaque para China, Índia, Vietnã e América Latina. A região da Ásia caracterizou-se ainda por um aumento da dívida privada sem garantias públicas. No caso da América Latina, o aumento nos fluxos líquidos foi pequeno, de US\$ 2 bilhões.

O panorama geral é, ainda, de reestruturação da dívida externa, sobretudo de países de renda média, com redução de passivos junto a bancos comerciais e reprogramação de dívidas junto ao Clube de Paris, redução de atrasados e acordos como o da Federação Russa. Nos países mais pobres, que não são considerados "emergentes", os ônus do endividamento externo continuam sem alívio significativo.

Os fluxos líquidos de capital privado para países em desenvolvimento correspondem agora a cinco vezes o nível de 1990 (totalizando US\$ 244 bilhões). Desde janeiro de 1984 o valor das privatizações atingiu US\$ 357 bilhões e o dos novos projetos de investimentos mais de US\$ 308 bilhões.

Outra forma importante de avaliar essa retomada dos fluxos privados é apresentá-los como participação no PIB. Os dados relativos a 1995 mostram que países de renda média receberam em média 3,2% do PIB em fluxos privados, enquanto os de renda baixa tiveram 4,2% do PIB, taxa que cai a 1,5% quando se exclui China e Índia. A maior participação atualmente está com a Malásia (14,8%), seguida por Indonésia (6,2%), México (4,3%), Argentina (3,6%) e Brasil (2,9%). Entre os países de renda baixa, Angola teve a taxa mais alta (12,5%), seguida por Gana (8,5%), China (6,8%), Paquistão (2,4%) e Índia (1,1%).

Os projetos de infra-estrutura, por sua vez, teriam contado com cerca de US\$ 60 bilhões anuais, em média, nos último dez anos [So, Shin (1996)]. O valor médio dos projetos teria sido de US\$ 600 milhões, ainda que 80% dos projetos tenham ficado abaixo desse valor. Os analistas do setor acreditam na continuidade do processo, com predomínio de novos investimentos sobre processos de privatização.

Para o BIRD, os principais fatos e conclusões dos eventos dos dois últimos anos são:

- os fluxos de capital privado para países em desenvolvimento já correspondem, atualmente, a mais de 80% do total de fluxos para esses países;

- os dois maiores países de baixa renda, China e Índia, receberam aportes importantes, mas os fluxos ainda se concentram em países de renda média;
- os mercados de capitais privados amadureceram, com um conjunto de investidores mais amplo, mercados de valores internacionais e nacionais mais ativos, maior participação de credores privados, maior solvência e melhor gestão macroeconômica;
- o financiamento de projetos de infra-estrutura com recursos levantados via mercado de capitais e intermediados por bancos comerciais é já um componente importante dos fluxos internacionais, correspondendo a cerca de US\$ 22 bilhões anuais nos últimos três anos; e
- o uso de garantias também está aumentando, melhorando a credibilidade das políticas quando se fazem acompanhar de uma "autêntica liberalização de preços internos e das regulamentações" [World bank (1997)].

A visão predominante é de que os mercados de bônus e de ações demonstraram força depois da crise mexicana e que os investidores ganharam maturidade e capacidade de avaliação de riscos. Os bancos comerciais estão financiando cada vez mais projetos de infra-estrutura em grande escala, sobretudo de energia, e os investimentos diretos enfrentam cada vez menos obstáculos regulamentares.

A avaliação sobre a segurança e a persistência desses fluxos, entretanto, apesar de seu vigor, continua polêmica. Ainda em 1995, o FMI, por exemplo, advertia para três condições básicas para a sustentabilidade dos fluxos privados para países em desenvolvimento:

- expansão da base de investidores;
- precificação e avaliação de riscos adequadas; e
- implementação contínua de políticas econômicas consistentes com a capacidade de serviço das obrigações externas.

O próprio Banco Mundial, no estudo citado, sublinha alguns desafios para os países que já voltaram ao mercado privado, dentre os quais:

- adequada gestão macroeconômica dos impactos monetários dos fluxos de capitais privados;
- fortalecimento dos sistemas bancários;
- avaliação da segurança relativa do acesso aos mercados externos e da possibilidade de emissão periódica de novos instrumentos financeiros;
- alocação eficiente dos recursos para usos produtivos, principalmente de crédito para projetos de infra-estrutura; e
- atração de capital acionário de longo prazo.

Dessa perspectiva, a dificuldade básica está no fato de que a ampliação da base de investidores traz naturalmente uma queda na qualidade da percepção de risco, "especialmente se os novos investidores têm informação de menor qualidade e diferentes preferências por liquidez" [IMF (1995 p. 4)]. Outra dificuldade está no fato de que, em períodos de turbulência, os retornos de ativos em países em desenvolvimento e nos países desenvolvidos tendem a estar correlacionados, contrariando a hipótese de que o investimento em mercados emergentes é uma estratégia segura de diversificação de riscos. Finalmente, embora o aumento dos investimentos diretos estrangeiros seja positivo, o mesmo FMI sugere cautela diante do fato de que, mesmo sem liquidez imediata, a totalidade das transações associadas ao investimento direto estrangeiro também pode dar origem a fluxos líquidos negativos ao longo do tempo.

Na medida em que as preocupações com a estabilidade dos fluxos de investimento e a instabilidade das contas externas são um aspecto bastante presente no debate brasileiro e que eventos nessa área certamente têm repercussões sobre a infra-estrutura, parece pertinente recuperar brevemente os principais traços da evolução do sistema financeiro internacional e as principais fontes de instabilidade nos fluxos de capitais.

2.2 Mudanças Fundamentais na Morfologia Financeira Mundial Desde os Anos 80

As principais mudanças no cenário financeiro dos últimos 15 anos foram as descritas a seguir

1. Com o fim do ciclo de crescimento alimentado pela reconstrução do pós-guerra e, de modo crucial, a partir do momento em que a reciclagem dos petrodólares consolida os euromercados, a economia mundial passa a operar com taxas baixas de crescimento no centro do sistema mundial e excedentes líquidos em proporções sem precedentes.
2. O impacto exponencial das novas tecnologias da informação possibilita um desenvolvimento acelerado de mercados financeiros globalizados.
3. Novas formas empresariais, também no sistema financeiro, colocam desafios competitivos novos para as instituições bancárias.
4. o mercado de capitais desdobra-se também com a introdução de novos instrumentos e técnicas financeiras, da securitização aos derivativos.
5. Organismos multilaterais passam a ter uma orientação voltada crescentemente para o financiamento de longo prazo e para o monitoramento do sistema financeiro, lado a lado com as funções antigas de monitoramento de desequilíbrios de balanço de pagamentos, o que conduz a questões de natureza regulamentar, como a definição de um regime global de investimentos.

Trata-se de mudanças em um sentido construtivo ou positivo, que apontam para a expansão do sistema, com diversificação de oportunidades de negócios e criação de redes de segurança e monitoramento global.

Entretanto, atuam ao mesmo tempo fontes de instabilidade crônica em todo o mundo, principalmente de natureza macroeconômica, tais como as sumariadas a seguir.

1. Em função do crescimento baixo, além de fatores demográficos, os sistemas fiscais entraram em crise e o seu ajuste ainda não está concluído.
2. O sistema cambial continua sujeito a flutuações de grande amplitude, o que implica uma "inflação" de instrumentos de hedge cambial e operações financeiras correlatas, de curto prazo e bastante voláteis.
3. Os sistemas bancários estão não apenas sujeitos a novas pressões competitivas, mas em muitos centros econômicos importantes a verdadeiras crises de solvência, o que coloca novas pressões fiscais sobre os governos e coloca em evidência problemas de "risco sistêmico".
4. Em função desses riscos e desajustes, o sistema financeiro ainda não consolidou sistemas de *funding* de longo prazo estáveis.
5. Os sistemas de crédito continuam fortemente marcados por peculiaridades regionais, institucionais e culturais.

Pode-se talvez dizer, com relação às mudanças nos sistemas financeiros atuais, que os cinco pontos "positivos" apontam no sentido da globalização, em um horizonte de longo prazo, enquanto

que os cinco pontos “negativos” ressaltam fatores locais e diferenciais, forçando um horizonte temporal de curto prazo.

Se a preocupação está centrada no financiamento à infra-estrutura, que envolve investimentos com longo prazo de maturação, os fatores que reforçam o horizonte de curto prazo devem ser ressaltados. Morfológicamente, a existência de agentes poupadores com horizontes de longo prazo não significa surgimento automático de *funding* de longo prazo. Um exemplo importante são os fundos de pensão, como ressalta Maria Cristina Penido de Freitas (1996, iii):

“Do ponto de vista das economias domésticas, mais importante que o acúmulo de recursos como provisão para aposentadoria, é a forma como esse capital está sendo investido. A institucionalização da poupança, a partir da expansão dos fundos de pensão, é por muitos associada à formação de horizontes de longo prazo no interior dos mercados de capital domésticos. Contudo, é preciso ter cautela ao avaliar tal movimento, pois a previsibilidade e o horizonte temporal de longo prazo das obrigações contratuais dos fundos não garantem per si que os recursos acumulados por essas instituições estejam sendo necessariamente aplicados em ativos de longo prazo”.

Em outras palavras, o potencial de descasamento entre ativos e passivos está não apenas permanentemente presente como é acentuado pela possibilidade formal dos perfis temporais de ativos e passivos não coincidirem. Esse nexos temporal é o que define a lógica dos fundos de pensão. O seu *marketing*, entretanto, é o de atração de investidores voltados para o longo prazo (aposentadorias, seguros, rendas vitalícias, planos de saúde, etc.).

Para economias que passam por processos de transição e ajuste estrutural - em geral trata-se de processos de liberalização e, portanto, de estímulo à flexibilização institucional e à liberdade de mercado -, coloca-se ainda a questão da estabilidade de preços como condição de formação de expectativas de longo prazo e, portanto, de definição tanto de projetos com horizontes mais longos quanto de criação de mecanismos de financiamento de mais longo prazo por agentes econômicos públicos e privados.

De um lado, é evidente que a estabilidade de preços - seja em economias que saem de crises de hiperinflação e endividamento, como na América Latina, seja em economias que abandonam o modelo estatal e liberalizam os sistemas de preços, como no Leste Europeu - favorece o surgimento de possibilidades de alavancagem doméstica e internacional de recursos.

Adicionalmente, como nesses processos de transição a formação de expectativas de longo prazo depende sobretudo de avaliações sobre a consistência fiscal intertemporal, o campo de atuação dos governos em termos de expansionismo fiscal fica necessariamente limitado. Nesse sentido, os processos de privatização cumprem um papel duplo: de um lado criam cenários de fluxos fiscais compatíveis com a estabilidade de preços; de outro, significam concretamente a abertura de oportunidades de investimento e recuperação da infra-estrutura em vários setores.

Assim, quando se pergunta se estamos entrando em um novo sistema econômico global cujos parâmetros financeiros podem ser dados como estáveis e onde os projetos de longo prazo têm um *funding* correspondente, a resposta, infelizmente, é *não*. O que não significa que, ao mesmo tempo, os esforços de ajuste fiscal, estabilização e transição para economias de mercado, ao lado das inovações organizacionais e tecnológicas dos sistemas financeiros não sejam fatores de ampliação das oportunidades de arbitragem entre horizontes temporais de curto e de longo prazo, de forma contínua.

Uma consequência concreta dessas dificuldades tem sido o gradual ressurgimento de propostas de regulamentação supranacional dos circuitos financeiros - dos quais os fundos de pensão nada mais são que uma parte visível -, com destaque para as iniciativas de aumento de fundos de emergência e assessoria em reforma de sistemas financeiros por parte do Fundo Monetário Internacional, mas

também por debates sobre propostas como o “imposto Tobin”. Mas esses esforços de coordenação não são fáceis de serem implementados, especialmente porque persistem desequilíbrios macroeconômicos, no âmbito do próprio G-7, de difícil arbitragem.

2.3 Desajustes macroeconômicos internacionais e instabilidade financeira

Os desajustes macroeconômicos nas principais economias industrializadas, tanto nas contas externas quanto nas contas públicas, têm assumido um caráter crônico, e a tese de que no longo prazo venha a se produzir uma convergência contínua polêmica.

Na segunda metade dos anos 80, o debate concentrou-se nos efeitos desses desequilíbrios sobre o padrão monetário global, sobre a viabilidade de ajustes por meio de modificações no sistema de preços relativos (taxas de câmbio nominais e reais) e sobre a sustentabilidade de déficits crônicos em conta corrente. Em um momento em que as grandes potências procuravam coordenar suas políticas cambiais, e de fato foi possível promover uma desvalorização concertada do dólar, os desequilíbrios macroeconômicos aumentaram. Já nos anos 90, surgiram indícios de redução dos desequilíbrios, sobretudo na economia norte-americana, mas a instabilidade cambial novamente se acentuou e, recentemente, o dólar voltou a se valorizar.

A persistência de desequilíbrios comerciais, apesar dos movimentos observados nas taxas de câmbio reais e nominais, colocou em evidência hipóteses alternativas para o ajustamento, em que a dinâmica do ajuste nas contas comerciais está mais ligada a fatores “reais” (ciclos econômicos, competitividade, estratégias de defesa de *market share*), enquanto as taxas de câmbio estariam respondendo principalmente às políticas de juros dos principais bancos centrais.

Durante todo o pós-guerra (até 1980), os desequilíbrios em conta corrente nos países industrializados foram raros e temporários.¹ Nos anos 80, os déficits em conta corrente desses países cresceram de modo vigoroso e foram financiados nos mercados, gerando a hipótese de que o sistema financeiro internacional estaria ingressando em uma era de intensa mobilidade de capital, com fluxos massivos e sustentáveis de investimento direto estrangeiro.

Do ponto de vista dos mercados emergentes, essa é a questão central: estariam os mercados internacionais aptos a financiar déficits em conta corrente por períodos prolongados, em um contexto de retomada dos investimentos diretos e convergência entre as contas correntes no longo prazo? Há convergência no plano fiscal em grau suficiente para criar um horizonte global de confiança no longo prazo?

Outra forma de colocar a questão é diferenciar entre fluxos de capitais que refletem mudanças nas preferências dos investidores (*portfolio preferences*) dos fluxos que representam financiamento de desequilíbrios no balanço de pagamentos.² Desde o final dos anos 80, e em parte como decorrência da desvalorização do dólar, mas também como consequência de mudanças institucionais, ocorreram importantes mudanças nas preferências dos investidores que explicam a viabilidade do financiamento dos déficits norte-americanos sem *hard landing*.

A liberalização dos mercados financeiros japoneses e todo o processo de reciclagem do superávit japonês foi um elemento importante, reforçado pela realocação de plantas produtivas amparadas no iene forte. Esse processo, entretanto, já se esgotou, o que implicaria dificuldades de financiamento de déficits em conta corrente nos EUA e eventualmente a um *hard landing*, não tivessem os EUA praticado uma política de juros capaz de sustentar um novo processo de valorização do dólar, nos

¹ Cf. Krugman (cap. 1, in Bergsten, 1991).

² Cf. Kenen (idem, p.271).

últimos dois anos. A crise financeira japonesa evidentemente agravou o problema, recolocando a dificuldade de surgimento de fontes de financiamento de longo prazo na economia mundial. Ainda do ponto de vista das preferências dos investidores, outro marco será a introdução da moeda europeia (euro), que pode eventualmente promover mudanças de *portfolio* que desestabilizariam tanto as economias quanto os mercados financeiros.

Na ausência de mudanças de preferências fortes o suficiente para dar sustentação a um horizonte de *funding* de longo prazo para desajustes de conta corrente, sobretudo dos EUA, e se as relações entre políticas macroeconômicas (câmbio, juros e fiscal) e correção desses desajustes continuam controversas, uma fonte alternativa de otimismo viria da própria evolução do sistema financeiro internacional.³ A globalização dos mercados financeiros teria assim facilitado o financiamento de desajustes macroeconômicos nacionais, em função da crescente eficiência alocativa que resulta da maior mobilidade dos capitais.

Essa eficiência maior do sistema financeiro internacional, entretanto, fez-se acompanhar das seguintes conseqüências adversas:

1. déficits externos e de contas públicas não convergiram;
2. financiou-se uma expansão do consumo e não do investimento - o que ajuda a explicar 1 -; e
3. continua plausível a hipótese de uma escassez de poupança no futuro.

Ou seja, embora na prática tenha sido possível financiar déficits em conta corrente nos mercados internacionais, os desequilíbrios fundamentais não se reduziram, o que levanta dúvidas com relação à sustentação ou à mera suficiência desse padrão de financiamento em um horizonte de prazo mais longo em que várias regiões do mundo exibem taxas crescentes de investimento direto disputando um *pool* limitado ou mesmo declinante de poupança.

Resta saber se as economias líderes, por meio de políticas coordenadas, teriam capacidade, estratégia ou força política para enfrentar os episódios de potencial crise sistêmica. A evidência sugere que, embora ações estratégicas tenham sido possíveis em momentos decisivos, como na crise mexicana, do ponto de vista da coordenação e mesmo cooperação política e financeira o atual estado de coisas não é positivo.

A principal razão para o declínio do G-7 como instância reguladora global, além das assimetrias políticas e econômicas, é a própria mudança nas condições econômicas globais, sobretudo a dimensão dos fluxos de capitais privados que impedem uma ação efetiva das autoridades monetárias sobre os mercados cambiais.⁴ Esse aspecto soma-se aos desequilíbrios fiscais nos vários governos do G-7, que também limitam a possibilidade de coordenação das políticas. A dificuldade de coordenação aumentou ainda com o fortalecimento dos bancos centrais como os principais agentes de política econômica internacional - e de viabilização, via políticas conjunturais, dos fluxos de financiamento ao déficit em conta corrente, caso dos EUA.

Em resumo, o G-7 retomou nos anos 90 uma filosofia de "negligência benigna" (*benign neglect*) análoga à do início dos anos 80, criando um vácuo de "liderança sistêmica" que coloca em risco a ordem mundial, concentrando no Fed e no Bundesbank poderes de regulação cujas prioridades são de ordem doméstica. Nesse contexto, a capacidade de supervisão e regulamentação de mercados financeiros globalizados é muito limitada, tendo avançado pouco, recentemente, apenas com relação aos bancos comerciais.

³ Cf. Marris (*ibidem*, p.259).

⁴ Cf. Bergsten, Henning (1996).

O poder de coordenação entre as principais economias tem sido problematizado também pelo surgimento de novos pólos financeiros, provocando não apenas uma assimetria entre instrumentos de intervenção e fluxos de capital privado mas também tensões entre os vários pólos emergentes. O fenômeno transparece na tendência declinante da participação do dólar nas reservas cambiais mundiais e no conjunto das transações privadas:

Participação das Principais Moedas nas Reservas Cambiais Mundiais

Moeda	1973	1978	1983	1988	1994
Dólar	76,1	76	71,1	64,6	63,3
Marco	7,1	10,9	11,7	15,5	15,5
Iene	0,1	3,3	4,9	7,7	8,5

Participação das Principais Moedas nas Transações Privadas Mundiais

Moeda	Mercados cambiais	Créditos bancários	Bônus	Eurodepósitos	Comércio
Dólar	41	81	36	48	38
Marco	20	3	12	17	21
Iene	12	7	10	5	13

Participação do G-7 nas reservas internacionais totais, 1973-95

	G-7	EUA	Alemanha	Japão
1973	51,5	13,2	16,2	5,4
1978	49,5	12,5	13,6	6,8
1983	48,8	16,6	10,6	4,6
1988	48,6	12,9	8,7	9,5
1993	39,7	11,8	8,2	7,7
1994	38,4	10,7	7,4	8,8
1995	38,3	10	6,9	10,9

Fonte: Bergsten, Henning (1996, p.46-7).

É nesse contexto que devem ser vistas as propostas de fortalecimento de organismos multilaterais, como o Fundo Monetário Internacional e a Organização Mundial do Comércio. A montagem de um sistema de monitoramento da economia mundial, o reforço dos fundos à disposição do FMI, a discussão de um regime global de investimentos envolvendo a OMC e a OCDE são alguns dos aspectos desse esforço de reconstrução institucional atualmente em curso.

Qual o grau de risco que cada investidor está disposto a assumir? Há possibilidade de um *hedge* universal? Como se sabe, a modelagem de riscos envolve aspectos históricos e qualitativos, de tal sorte que a simples disponibilidade ou acesso a importantes fontes de financiamento associa-se a um estado de expectativas do mercado e, em última análise, um estado de confiança amparado não apenas em agências de *credit rating* mas, também, em um sistema cooperativo de monitoramento, em especial das grandes economias em desenvolvimento ou emergentes.⁵

⁵ Veja-se, por exemplo, o "Global Economic Prospects and the Developing Countries", publicado pelo Banco Mundial (1996). A instituição apresenta um *rating* em função do que denomina *speed of integration index* (índice de velocidade de integração). O índice é calculado "a partir de mudanças nas variáveis de integração entre o início dos anos 80 e o início dos anos 90 e não dos níveis dessas variáveis". São quatro os componentes do índice: mudança real na participação do comércio exterior no PIB, mudança na participação do investimento estrangeiro no PIB, mudança na participação de manufaturados na pauta de exportações e, decisivamente, a mudança no *rating* do país segundo a *Institutional Investor*.

A construção desse sistema, entretanto, encontra-se em fase bastante embrionária e as intervenções dos governos das economias líderes assumem sempre um caráter *ad hoc*. Aliás, talvez esta seja uma característica inevitável, dada a existência no mercado global de problemas de *moral hazard* análogos aos que se observa em sistemas financeiros domésticos. Um sistema de monitoramento e alerta gerenciado pelo FMI, por exemplo, pode promover um aprofundamento da instabilidade ou de uma crise nacional antes mesmo de se dispor dos instrumentos para administrá-la. Adicionalmente, embora propostas de *early warning* (advertência precoce) sejam defendidos como nova função para o FMI, a sua eficácia é bastante duvidosa no que se refere aos próprios membros do G-7 e, sobretudo, do G-3 (EUA, Alemanha e Japão). Finalmente, mesmo supondo que o sistema estivesse conceitualmente pronto para operar, o volume de recursos que os países do G-7 estariam dispostos a alocar em uma linha de crédito para o FMI é avaliado como insuficiente (US\$ 54 bilhões).⁶

Em contrapartida, há entre os *players* privados nos mercados de capitais uma crítica crescente à pretensão de reforçar órgãos de coordenação com forte componente político, como o G-7 ou o FMI.

Em suma, do ponto de vista macroeconômico, o período histórico recente registrou um enfraquecimento das instâncias de coordenação de políticas econômicas globais, embora esteja em curso um processo de construção de novas bases institucionais para uma coordenação futura.

Ainda não se obteve um sistema de coordenação de regimes cambiais, que oscilam entre a livre flutuação e as zonas de câmbio ("bandas" cambiais). Os desequilíbrios comerciais, fiscais e tecnológicos continuam acentuados. Há um descompasso entre poder econômico e representação institucional nos principais organismos multilaterais, sobretudo no FMI e no Banco Mundial. O sistema financeiro global está exposto aos mesmos problemas de risco moral e regulamentação que se colocam para cada economia doméstica.

A construção de Sistemas Econômicos Regionais (SER) é hoje a instância macroeconômica central nos projetos de rearticulação institucional com globalização. A criação de novos sistemas de informação e monitoramento é parte central desse projeto de re-regulamentação da economia mundial.

Evidentemente, os processos de tomada de decisões sobre projetos de longo prazo na área da infra-estrutura levam em conta esse contexto, assim como o desenho de cenários implícitos em contratos financeiros de longo prazo - caso das privatizações.

3. AS TENDÊNCIAS DOS MERCADOS FINANCEIROS INTERNACIONAIS E A EMERGÊNCIA DE UM NOVO REGIME DE INVESTIMENTOS

Esses marcos macroeconômico e macrofinanceiro abrigam desenvolvimentos nas microestruturas financeiras. Duas dimensões devem ser destacadas, com implicações para o financiamento dos grandes projetos de infra-estrutura: as novas características dos sistemas financeiros e os condicionantes aos fluxos de investimento de ordem regional, empresarial e geopolítica.

⁶ Bergsten, Henning (1996) lembram que só a crise do México exigiu disponibilidades de US\$ 50 bilhões, que México e Rússia já usam linhas de crédito de US\$ 30 bilhões e que o montante mínimo necessário hoje para viabilizar um programa de *early warning* seria da ordem de US\$ 100 bilhões. Os "General Agreements to Borrow" (GAB), fundos amparados pelos membros do G-10, contam hoje com cerca de US\$ 27 bilhões e foram, historicamente, usados com mais frequência por países europeus.

3.1 As Novas Formas e Riscos Financeiros

Há pelo menos três características fundamentais da nova paisagem financeira internacional: *mudanças nas fronteiras das atividades bancárias, proliferação de novas formas de administração de riscos* (com destaque para os derivativos) e *predomínio dos mercados de capitais*.⁷

A primeira característica central da nova morfologia financeira é a crise dos modelos bancários preexistentes. A desregulamentação em mercados domésticos importantes, a liberalização financeira, a concorrência intensiva de não-bancos são alguns dos motores da crise.

Em um contexto de concorrência exacerbada, muitos bancos assumiram posições de maior risco. Houve um *boom* de fusões e aquisições, principalmente no mercado norte-americano, que vem passando por uma longa e gradual reestruturação financeira. Em outros casos, sobretudo no Japão, a globalização produtiva da indústria acabou ocasionando o sacrifício de laços de solidariedade entre os bancos e os conglomerados empresariais. Tem havido quebras bancárias históricas (como a do Barings), mas também processos com menos visibilidade, praticamente em todos os sistemas econômicos regionais, sem exceção.

O desenvolvimento tecnológico é outra característica marcante do processo de inovações financeiras em curso, processo que ao mesmo tempo ameaça os bancos e lhes abre novas oportunidades de negócios.

Em poucas palavras, o fato de que as inovações (tecnológicas, financeiras, organizacionais) definem novas oportunidades de negócio significa sempre que ocorre, também, um aumento dos riscos percebidos no sistema.

O risco fundamental e "clássico", no sentido macroeconômico, é uma economia não criar expectativas de fluxo de poupança (ou "excedentes") para manter o serviço do estoque de passivos acumulados. Esta é a razão do déficit público ocupar lugar tão central nas análises de *rating* de risco soberano.

Ou seja, não se trata apenas de um desequilíbrio entre poupança e investimento, mas de um descompasso entre a criação de obrigações financeiras sem a concorrente ampliação da poupança disponível e esperada, isto é, um descompasso entre poupança virtual e poupança realizável.

Ora, desde Keynes sabe-se que a percepção de riscos, base da formação de expectativas, depende da existência de convenções. Em um ambiente de rápida inovação financeira, podem surgir *lags* temporais na regulamentação. Os liberais saudam nisso a expansão do mercado e, portanto, do potencial de desenvolvimento. Os estruturalistas, atentos às imperfeições do mercado, sublinham o aumento do risco sistêmico implícito na desregulamentação.

Do ponto de vista dos bancos, surge ainda um risco regulatório puro, tanto interno a cada *player* quanto no próprio ambiente de operação. Embora cada agente crie modelos próprios de avaliação de *exposure*, a liberalidade das regras seria também uma fonte de risco operacional.

Mas do fato do modelo pretérito de sistema bancário estar em extinção, se colocam oportunidades e desafios competitivos para os bancos, e torna a identificação de fronteiras precisas para os vários mercados quase impossível, assim como a sua regulamentação.

Chega-se assim à essência da dinâmica da inovação financeira contemporânea: a proliferação de novas formas de administração de riscos, sobretudo os contratos derivativos, que permitem *bypassar* as barreiras formais entre vários mercados e vários prazos contratuais.

⁷ Cf. OCDE, 1995.

De modo geral, o que se pode dizer é que do ponto de vista da origem do *funding* não há garantia de estabilidade ou durabilidade. Evidentemente, as condições macroeconômicas globais serão decisivas no sentido de preservar ou não a ordem nesses vários mercados, mas ao mesmo tempo é a própria instabilidade da coordenação macroeconômica global que multiplica os riscos cambiais, financeiros e fiscais, alimentando a multiplicação dos próprios contratos derivativos.

Além disso, há também dificuldades microeconômicas, a começar pelos riscos de ordem estritamente bancária em várias regiões. A própria desregulamentação, em um mundo de proliferação de operações *off-balance-sheet*, cria laços muito fortes entre vários setores da indústria financeira, enquanto muitas vezes inviabiliza a avaliação objetiva das condições de crédito direto, liquidez e exposição a juros de vários bancos. Quando a ruptura ocorre, a autoridade monetária é frequentemente acusada de não fazer bem os seus deveres de supervisão e fiscalização.

A tendência mais ampla do processo, entretanto, como sublinha o relatório da OCDE, é a uma influência crescente não apenas de *fatores demográficos* mas dos ativos de investidores institucionais como seguradoras, fundos de pensão e outros *instrumentos de investimento coletivo* em detrimento de depósitos. Uma proporção crescente da intermediação financeira total ocorrerá em *mercados de capitais*, e os bancos terão de se ajustar a essa realidade.

Pode-se dizer que as tendências de ampliação do mercado para operações de securitização e a globalização dos mercados acionários são duas pontas de lança desse processo de consolidação do mercado de capitais como epicentro da nova paisagem financeira. Os bancos terão assumido a função cada vez mais clara de prestadores de serviços e as novas formas de *funding* assumirão cada vez mais sua natureza institucional. Mesmo em questões relativas a riscos operacionais específicos, como no caso dos derivativos, a experiência e as crises estão ajudando a formar um novo horizonte de regulamentação, sobretudo por parte do Bank for International Settlements (BIS).

Entretanto, se essas três grandes mudanças recentes (novos desafios competitivos e transformação nas fronteiras das atividades bancárias, proliferação de novas formas de administração de riscos, com destaque para os derivativos e predomínio dos mercados de capitais) têm um caráter universal, a diversidade dos sistemas financeiros nacionais ainda é significativa.

Assim, convivem com essa "securitização com alta taxa de inovação" que domina a vanguarda financeira global sistemas de crédito com amparo em fundos fiscais, bancos de desenvolvimento regional e, em alguns casos por razões históricas, sistemas de crédito direcionado por um sistema nacional de inovação (políticas industriais, tecnológicas e comerciais).

Nesse universo de instituições financeiras menos conformes ao padrão anglo-saxão estão os próprios organismos multilaterais como o FMI e o Banco Mundial, que postulam poderes supranacionais. Assim, é prudente não tomar essas transformações que ocorrem na fronteira do sistema financeiro global como um padrão. É mesmo discutível se está ocorrendo uma convergência rumo ao padrão anglo-saxão de *banking*.

Como o processo de inovações financeiras abre oportunidades de especialização, não é necessariamente correto afirmar que haverá um tipo de instituição predominante. Adicionalmente, importantes diferenças de natureza histórica ainda persistem entre os sistemas asiáticos, os europeus e os anglo-saxões. O ideal de uma economia com mercado de capitais amplo, farta liquidez e mobilidade, grande número de companhias abertas e baixo grau de interpenetração societária (*cross-shareholding*) toma por base a realidade norte-americana, o que pode evidentemente ser questionado em outros sistemas econômicos.

Do ponto de vista do financiamento à infra-estrutura e, de modo geral, da criação de um novo padrão de financiamento de longo prazo, é relevante notar que a própria pressão competitiva leva

muitos bancos a buscar vantagens comparativas em atividades de *investment banking* e *risk arbitrage*. À medida que o crédito direto e a receita de juros perderem espaço para essas outras formas, maiores serão as possibilidades de financiamento com horizontes mais longos a processos de investimento produtivo em que a instituição financeira tem uma participação securitizada e, portanto, *permanente* negociável.

Portanto, do ponto da disponibilidade de formas de financiamento de longo prazo, não há empecilhos técnicos insuperáveis.

A OCDE dá ênfase a essa atividade de administração de riscos no novo ambiente de desenvolvimento financeiro global. Aliás, o FMI faz o mesmo, na medida em que a administração de riscos envolve sempre o processamento institucional de informações sobre o mercado - daí a natureza central para o Fundo de uma política de informação própria, que inclui um padrão de disseminação de dados e uso intensivo da Internet.

A administração de riscos torna-se não apenas mais uma especialização das instituições financeiras e dos bancos em particular, mas corresponde a uma função que se torna cada vez mais decisiva nas empresas: a função de Tesouraria e, de modo geral, de administração financeira e *funding* não-convencional das suas atividades - por exemplo, via modalidades variadas de securitização. É o fenômeno que se conhece como a expansão das instituições financeiras não-bancárias.

Assim, um dos desafios competitivos mais fortes aos bancos e, ademais, como uma característica adicional das transformações financeiras recentes está essa sofisticação da função financeirização nas empresas e mesmo o surgimento de instituições financeiras a partir e como parte de grupos não-financeiros, em vários setores. Esses *players* passam a não só demandar como a oferecer instrumentos financeiros cada vez mais complexos em várias áreas (captação, financiamento a fornecedores e clientes, alianças estratégicas, fusões e incorporações, previdência complementar de seus funcionários, etc.).

Surgem novos riscos, associados à "de-segmentação", securitização, inovações financeiras, globalização e concorrência acirrada. A *estrutura da exposição de risco*, em instituições financeiras e não-financeiras, torna-se mais complexa, com perda de espaço para as atividades de crédito *on balance sheet*. Isso significa também que as técnicas e os modelos pretéritos de análise de risco de crédito tornam-se ultrapassadas, colocando novas pressões sobre os sistemas de inteligência das redes financeiras, corporativas e de supervisão.

A questão fundamental é: essa ampliação da incerteza implica uma ampliação da fragilidade? A resposta mais intuitiva é "sim". Entretanto, o processo é complexo e comporta outras dúvidas. Essa incerteza é resultado de um choque pontual, produzido pelas mudanças simultâneas trazidas por novas tecnologias, desregulamentação e liberalização ou, ao contrário, trata-se de um processo não-linear que nada garante vá convergir para um modelo universal e menos frágil? A OCDE não chega a optar por uma dessas visões, apenas sublinha a importância de se lidar com *novos modelos de percepção de risco*, na medida em que os mercados de capitais se diversificam - com a expansão dos mercados de *bonds* e o revigoreamento dos mercados de *equities*, a multiplicação das modalidades de operações com derivativos e com securitização, o desenvolvimento de mercados secundários e a internacionalização das principais praças financeiras, sobretudo de Wall Street.

Essa dominância dos mercados de capitais é a ponta de lança da liberalização e da desregulamentação. Assim, as formas tradicionais de *exchange-based trading* estão sendo contestadas por mercados *off-exchange*. No primeiro caso, operam instituições como a SEC e certas plataformas negociáveis (pregões, bolsas virtuais, leilões) enquanto no segundo ganha importância a figura do *dealer*, geral-

mente com maior liberdade diante dos sistemas de regulamentação. Esses sistemas disputam a preferência dos grandes investidores institucionais, que por sua vez procuram minimizar custos.

Assim, na mesma época e no mesmo movimento que poderia acarretar uma universalização do marco regulatório e institucional proliferam sistemas de negociação financeira alternativos e simultâneos, apontando para uma tendência de fragmentação simultânea à globalização.

3.2 Investimentos Diretos: fluxos e regimes

A conformação de um mercado com oferta e demanda por recursos de longo prazo, em escala global, evidentemente está associada às novas modalidades de investimento direto estrangeiro (IDE) e às novas formas de operação das empresas multinacionais.

Desde 1981, os fluxos de IDE cresceram consistentemente mais rápido que o PIB ou as exportações em escala mundial. As receitas de multinacionais atingiam US\$ 4,8 trilhões em 1991, ano em que as exportações mundiais de bens e serviços não-fatores alcançaram US\$ 4,5 trilhões. As transações comerciais entre multinacionais (*intra-firm trade*) eram, já em 1991, responsáveis por um terço do comércio mundial.⁸

Qual a relação entre o regime global de investimentos diretos e a questão da infra-estrutura?

O nexó lógico e prático é estabelecido com precisão por Narula (1996, p.2). O autor sublinha inicialmente a importância da dinâmica tecnológica e da evolução dos sistemas e percepções do que sejam as vantagens comparativas entre os vários países, pois o investimento orienta-se por meio de sistemas em que as vantagens são *criadas* e não apenas herdadas (visão compartilhada pela teoria "evolucionista" da dinâmica econômica e pelos neo-schumpeterianos). Em seguida completa:

"A função do governo é ressaltada na medida em que é relevante na determinação e promoção da eficiência com que os ativos criados são desenvolvidos e usados, através do desenvolvimento da infra-estrutura e de sistemas nacionais de inovação".

Ocorre que tradicionalmente a análise de investimentos internacionais é feita no contexto do comércio internacional. Mudanças tecnológicas em escala global, assim como modificações em padrões de regulação da oferta de bens públicos, estão muito além do plano clássico dos fluxos de comércio.

Na prática, começa a surgir um campo definido para o investimento global, com relação ao qual também se procura aos poucos definir um âmbito regulamentar, ou seja, um *regime de investimentos*. Nesse caso, a própria negociação de regimes de investimento torna-se parte da atividade externa dos Estados nacionais, colocando ainda mais peso sobre a infra-estrutura diplomática de vários países - a chamada diplomacia econômica.

Finalmente, a identificação de fluxos consistentes de IDE, eventualmente favorecendo regiões, caso típico da Ásia, ajuda a definir um eventual horizonte de projetos de longo prazo percebidos como tal pela comunidade de investidores e demais *players* institucionais.

Nos países em desenvolvimento, a correção de desequilíbrios no balanço de pagamentos implicou, nos anos 80, fortes cortes nos investimentos em vez de aumentos da poupança doméstica. A emergência de crises fiscais, em parte resultado da crise da dívida externa, reduziu ainda mais os investimentos públicos.

A maioria dos países, em geral sob o monitoramento do FMI e do Banco Mundial, implementou programas de reforma fiscal e correção de desequilíbrios externos. A privatização foi um ingrediente

⁸ Cf. Narula (1996).

essencial da receita, gerando uma expansão importante do investimento direto estrangeiro em setores de infra-estrutura.

O próprio FMI já alertou, entretanto, para o caráter *once and for all* das privatizações, indicando riscos de novos desequilíbrios externos uma vez que os investimentos comecem a produzir lucros e dividendos, além da questão mais ampla, a considerar, de que em muitos casos a venda de ativos herdados não esteve associada ao desmonte de passivos públicos em tempo e intensidade suficientes para resgatar a credibilidade de longo prazo na estabilidade de preços. A crise mexicana foi um exemplo de como as condições de sustentabilidade do investimento estrangeiro podem variar abruptamente.

Embora o período posterior à crise mexicana tenha sido um momento de administração virtuosa dos efeitos de contágio, ao limitar e, afinal, impedir rupturas nos mercados financeiros internacionais, o fato é que esse período benigno coincidiu com a redução das taxas de juros norte-americanas. A "prova dos nove" da sustentabilidade dessa onda de investimentos em mercados emergentes ocorrerá em uma conjuntura de alta dos juros dos EUA.

Entre os anos 70 e 1994 os fluxos de investimento privado foram também muito mais voláteis que o investimento público, ainda que as tendências (público declinante, privado crescente) tenham se mantido constantes desde a primeira crise mexicana. Na realidade, só nos últimos três anos a razão investimento público/PIB se estabilizou nos países em desenvolvimento, enquanto o investimento privado em 1994 estava quase seis pontos percentuais acima do mínimo registrado em meados dos anos 80.

Outro aspecto importante da onda recente de retomada dos investimentos diretos estrangeiros nos mercados emergentes é a sua forte disparidade nas várias regiões da economia mundial.⁹ A região do leste asiático destaca-se, situando-se em plano intermediário a América Latina, vindo depois as regiões do Sul Asiático, Oriente Médio, Norte da África e, no piso, a África Sub-Sahariana.

É relevante também a participação crescente, no período recente, dos investimentos externos como participação nos investimentos privados. Nos anos 90, os fluxos de longo prazo para países em desenvolvimento foram direcionados principalmente para o setor privado, chegando na América Latina a 15,0% o peso do investimento externo no total do investimento fixo privado, bem acima do que se verificou nos países do sudeste asiático, em média, no período 1990-1994. Os fluxos de capitais externos para o setor privado dos países em desenvolvimento passaram de US\$ 33 bilhões em 1990 para US\$ 83 bilhões em 1993. Ao longo de 1994 ocorreu já a mudança de portfólio que culminou na crise mexicana. Entretanto, o grau de concentração dos fluxos de investimento no âmbito dos países mais industrializados é elevadíssimo, como ilustra a tabela a seguir:

Economias Recipientes de Investimento Direto Estrangeiro (IDE)

⁹ Cf. Jaspersen *et alii* (1995).

Fluxos cumulativos em US\$ bilhões (1985-1995)

País	Total
EUA	477,5
Reino Unido	199,6
França	138
China	130,2
Espanha	90,9
Bélgica/Luxemburgo	72,4
Holanda	68,1
México	44,1
Malásia	30,7
Alemanha	25,9
Argentina	23,5
Brasil	20,3

Lado a lado com essa nova onda de investimento privado, novas questões relativas à *percepção de riscos* se colocam com destaque para o debate multilateral sobre um novo regime de investimento.

Pesquisas recentes mostram que o comportamento do investimento não está apenas relacionado a fatores macro e microfinanceiros, mas também a “medidas de risco”. O “prêmio de risco” é uma “sobretaxa financeira adicionada à taxa de juros global para capturar os efeitos dos riscos locais sobre o custo de capital do investimento num país particular”.¹⁰

Essa, entretanto, é apenas uma das metodologias que se pode aplicar e hoje cresce o sistema de *risk rating* e *credit rating* que, gradualmente, definem não apenas os parâmetros de um sistema de monitoramento como servem de *benchmarks* para decisões de investimento e de formulação de políticas estratégicas. Há três índices de risco-país bem conhecidos publicamente: o Institutional Investor (II), o Euromoney e o Economist Intelligence Unit. Ao mesmo tempo, há dimensões de risco político problemáticas por natureza.

Segundo estudo da IFC, as “medidas globais” são amplas demais para capturar os riscos especificamente políticos e institucionais relevantes para os investidores privados, e estudos revelam uma forte correlação entre indicadores de consultorias internacionais com o II e Euromoney - incorporadas a medidas mais amplas, como a que o Banco Mundial utiliza.

A percepção do risco em decisões de investimento privado direto, entretanto, também está condicionada por um horizonte institucional que aos poucos ergue-se em escala global.

Em primeiro plano estão os sistemas econômicos regionais. Na medida em que o tamanho de um mercado é um indicador relevante para a tomada de decisões de investimento direto estrangeiro, a remoção de barreiras internas ao comércio, uma área de livre comércio ou uma união aduaneira propiciam às empresas oportunidades de atender a um mercado integrado, obtendo economias de escala.¹¹

Partes relevantes de um projeto de integração regional passam por projetos de infra-estrutura, de longo prazo. O próprio MERCOSUL foi gestado por meio do projeto Itaipu. O mesmo ocorre em outras regiões, como no Oriente Médio (Autoridade Palestina) e no Sudeste Asiático (Rio Mekong), onde há grandes projetos de infra-estrutura amparados na percepção de um ganho de escala ou eficiência regional. O gasoduto com a Bolívia e outros projetos de desenvolvimento regional - também assumem uma dimensão regional, em vários casos com a estruturação de um banco de fomento regional caso do MERCOSUL.

¹⁰ Idem (p. 12).

¹¹ WTO (1996, p.52).

Em um horizonte global, a questão que se coloca é a da formalização de um regime de investimentos. Há, hoje, uma multiplicação de acordos bilaterais, regionais e multilaterais que diferem em escopo, caráter legal e conteúdo, sendo que os acordos multilaterais costumam ser de natureza *non-binding*, enquanto os arranjos regionais e bilaterais em geral são de caráter impositivo (*binding*). Vários instrumentos referem-se especificamente a investimento estrangeiro.

O ideal seria um sistema com regras universais, até mesmo porque somente assim é possível definir mecanismos de solução de controvérsias.

De fato, desde os anos 80 houve uma transformação dos sistemas nacionais de tratamento de investimento estrangeiro, em sentido mais liberal, de garantia de direitos e, em alguns casos, normas de reciprocidade. Essas mudanças ocorreram no bojo de amplas reformas das economias em desenvolvimento no sentido da liberalização, da desregulamentação e da privatização.

A abertura ao capital estrangeiro foi associada e, em parte, resultou de mudanças em regras de proteção ou reserva de mercado setoriais e a outras reformas no sentido da desregulamentação da entrada de capital estrangeiro - com a célebre exceção do Chile, que, sobretudo, por razões de ordem macroeconômica, criou um sistema de "quarentena" para o capital estrangeiro. O exemplo mais radical é, sem dúvida, o da China, inclusive no campo da infra-estrutura.

Mesmo assim, há uma tensão ou descompasso entre a institucionalidade vigente e o ideal liberal para o qual seria desejável apontar. De acordo com o Relatório Anual da OMC, em primeiro lugar, há diferenças ainda significativas entre regimes de investimento estrangeiro. Em segundo, virtualmente todos os países ainda mantêm restrições ao investimento estrangeiro, sobretudo de ordem setorial e com exigências de reciprocidade.

Assim, proliferam os BIT (*bilateral investment treaties*, tratados bilaterais de investimento). Segundo a UNCTAD, cerca de dois terços dos 1.160 BIT concluídos até junho de 1996 haviam sido assinados durante os anos 90.

Em resumo, pode-se salientar os seguintes aspectos no período recente de retomada dos fluxos de investimento direto estrangeiro:

1. em casos importantes, existe o risco de efeitos *once and for all*, o que perturba o cenário de sustentabilidade dos efeitos positivos do IDE no longo prazo;
2. a percepção de riscos obedece a indicadores variados, com predomínio de *ratings* com forte componente financeiro; e
3. apesar da regionalização, está em curso um debate, na Organização Mundial do Comércio, sobre a necessidade de harmonização de regimes de investimento, de tal sorte a criar um sistema multilateral de investimento de natureza impositiva.

Os fluxos são concentrados nas economias industrializadas e, entre os países em desenvolvimento, em alguns *Big Emerging Markets*.

Assim, podemos caracterizar a fase recente do investimento global como segue:

1. formação de blocos regionais;
2. declínio do crescimento no Centro depois do ciclo do pós-guerra;
3. atenção redobrada aos *grandes* países emergentes;
4. integração de populações miseráveis e fatores demográficos; e
5. alta tecnologia e papel crescente dos serviços e da propriedade intelectual na agenda global

Na prática, a consolidação de sistemas econômicos regionais pelo comércio e pelo investimento significa que as atividades de *trade finance*, *trade services* e *structured finance* tendem a se desenvolver junto com sistemas de avaliação de risco-país e *exposure*.

A consolidação de blocos regionais abre para a indústria dos bancos uma importantíssima inserção, por meio de negócios que seguem de perto os ciclos de investimento em cada país. Além disso, há uma dimensão de experiência cultural, institucional e política que, segundo alguns executivos desse mercado, são decisivos na escolha da estratégia de negócios adequada para o banco no longo prazo.

Mais ainda, é importante ressaltar que em geral a formação de blocos econômicos dá margem a ondas de investimento de mais longo prazo: o serviço dos bancos é, afinal, mais um elemento na formação de redes de distribuição e assistência técnica, serviços de logística industrial, além do efeito clássico da escala (decisões de atendimento a mercados regionais).

Também nesse caso os bancos têm um importante papel a cumprir na mobilização ou na assistência à gerência de recursos comprometidos com investimentos estratégicos.

Entretanto, a compreensão do contexto em que vem ocorrendo a nova onda de investimento direto estrangeiro em mercados emergentes deve ser ainda complementada pela atenção ao fenômeno estrutural de redução das taxas de crescimento econômico nos centros da economia mundial.

Os EUA e a Europa, assim como o Japão, durante o pós-guerra verdadeiras locomotivas do desenvolvimento econômico internacional, atingiram a maturidade e seus novos ciclos industriais e tecnológicos têm uma capacidade menor que a histórica de gerar grandes ondas de investimento e emprego. O caso que mais se aproxima de ser uma exceção, os EUA, destaca-se pelo caráter *sui generis* da inserção produtiva norte-americana: o setor de serviços.

Entretanto, mesmo nos EUA é importante o processo de fusões e aquisições, que em si mesmos gera efeitos perversos sobre o perfil de empregos e salários. Especialmente nos setores de vanguarda do desenvolvimento econômico no centro, as comunicações e as finanças, têm sido especialmente fortes tanto o grau de inovação tecnológica e globalização quanto, ao mesmo tempo, o caráter reacomodador, na linha principalmente de uma reengenharia de organizações já existentes, com número alto de demissões e uma hipertrofia de rendimentos no topo da hierarquia empresarial.

Nesse contexto de crescimento baixo - frente ao padrão da fase do pós-guerra -, os pólos emergentes com potencial de crescimento mais amplo voltam a merecer uma atenção mais cuidadosa dos investidores globais - daí o conceito de *Big Emerging Markets*, criado pela diplomacia econômica dos EUA.

Entretanto, há emergentes e emergentes. Em uma fase inicial provavelmente ocorrera uma promoção indiscriminada de mercados emergentes, com certeza induzindo processos especulativos nos mercados de capitais que se mostraram especialmente perversos no caso do México. A busca de critérios para selecionar e identificar mercados emergentes promissores (capazes de promover um horizonte de confiança de longo prazo) varia em função de inúmeros fatores, inclusive alguns relativos à rapidez com que se consegue liquidar ativos de propriedade pública ou estatal e restaurar a disciplina fiscal. Um fator de ordem estrutural, de longo prazo, que deve estar presente também na avaliação dos grandes mercados emergentes é o social, especialmente as questões da miséria e da demografia que, como salienta Jaspersen *et alii* (1995), estão no plano das "medidas globais" e, nesse sentido, colocam no ápice de um sistema multilateral ideal um valor ou sentido de *equidade global*.

Essa equidade ideal é problemática não apenas em função das assimetrias já indicadas, sobretudo entre o G-7 e os países em desenvolvimento, ou dos elementos de atrito regulamentar, mas também

por motivos de ordem social, como revela, polemicamente, a questão do *social dumping* e da *cláusula ambiental* nas negociações da OMC.

Em praticamente todos os grandes mercados emergentes listados pelos estrategistas dos EUA há problemas graves dessa ordem: de Soweto às grandes periferias latino-americanas, passando pelas massas camponesas chinesas que começam a migrar para as cidades costeiras, passando ainda pela miséria crônica indiana, são enormes e muito semelhantes os desafios de recuperação do tecido social e de harmonização da dinâmica demográfica com as tendências do desemprego estrutural de mão-de-obra desqualificada e da crise fiscal que fragiliza os sistemas de políticas sociais. Nesse sentido, é preciso não esquecer que “dentro” da crise mexicana está Chiapas.

Não é portanto por acaso que os grandes organismos multilaterais, como o Banco Mundial e o BID, passaram nos últimos anos por uma revisão de princípios e abordagens, voltando a insistir na importância de reformas sociais nesses vários países emergentes. Essa insistência, vale lembrar, se levada ao extremo, dificulta a concessão de fundos para o financiamento de infra-estrutura tradicional, em vários setores.

Os mercados emergentes têm ainda outro ponto “crítico” em comum: a imprecisão - que em alguns casos chega aos limites da simples inexistência - de regimes de proteção à propriedade intelectual, patentes, etc. No caso das telecomunicações ou no patenteamento de processos na indústria farmacêutica, essa é uma área crítica para o futuro dos investimentos estrangeiros nos grandes mercados emergentes.

O *ranking* dos países, para efeito de investimentos em escala global, passa hoje não apenas pela percepção de blocos regionais, oportunidades de expansão de mercado ou janelas de arbitragem em prazos mais ou menos curtos. Levando-se em conta o caráter intensivo em tecnologia dos novos investimentos, a confiabilidade e a amplitude dos sistemas institucionais de proteção à propriedade intelectual podem ser fatores de risco tão cruciais quanto a liberalidade dos mecanismos de transferências eletrônicas de fundos do tipo SWIFT. Veja-se, como exemplos desse fator, os atritos entre EUA e China ou EUA e Argentina.

Outro desafio na consolidação dos grandes mercados emergentes é hoje de natureza política. De modo geral, trata-se de países que participaram da onda anterior de industrialização (pós-guerra), frequentemente via Estados desenvolvimentistas dotados de políticas de substituição de importações e outros arranjos protecionistas e paternalistas.

A emergência de importantes pólos regionais com vocação global nessas áreas exige, portanto, o desmonte de aparatos institucionais, privatização, reformas tributárias, administrativas, desregulamentação, enfim, um esforço complexo de desmobilização do Estado desenvolvimentista.

Naturalmente, também nesse caso não há fórmulas prontas, pois os custos sociais do ajuste e as resistências regionais, setoriais, corporativas e burocráticas variam de caso para caso. Ainda assim, sem dúvida uma avaliação dessas mudanças compõe esse quadro de elementos essenciais no descortino da nova onda de investimento global e dos desafios que se colocam para os mercados emergentes.

Seja como for, ao menos idealmente a OMC e a OCDE trabalham no sentido de uma consolidação normativa que seja favorável ao aumento e à sustentabilidade dos fluxos de investimento direto para países menos desenvolvidos. Por intermédio das redes empresariais, o maior ou menor sucesso na busca de novos parâmetros normativos liberais condiciona o grau de benefício que um país usufrui dos sistemas de distribuição das empresas multinacionais, do comércio intrafirma internacional e das oportunidades de transferência de tecnologia. Entre 1991 e 1994, 368 dos 373 regimes nacionais de investimento tomaram uma direção liberalizante, em geral simultânea a processos de liberalização comercial. A partir de 1990, segundo dados da OEA, foram firmados 29 acordos bilaterais sobre in-

vestimentos no continente americano. Praticamente todos os esquemas de integração regional (incluindo NAFTA, MERCOSUL, APEC, ASEAN) adotaram regimes de investimento, sendo que a OEA prepara acordo de investimento para ser adotado também na Área Continental de Livre Comércio [Oliveira (1997)].

A mediação de organismos multilaterais é relevante, em especial no que se refere ao debate crescente em torno de serviços, investimentos e liberalização de compras estatais. A (des)regulamentação dos investimentos internacionais tem assumido importância crescente tanto no âmbito regional quanto inter-regional. No plano multilateral, a questão vem sendo conduzida especialmente pela Organização para a Cooperação Econômica e Desenvolvimento (OCDE), cujos membros devem assinar em maio o Acordo Multilateral de Investimentos (AMI). O acordo será válido apenas para os 29 países-membros da entidade mas, uma vez concluído, será aberto à adesão de terceiros. O objetivo central do acordo é instituir um arcabouço multilateral de investimentos, de modo a transformar os compromissos de tratamento nacional ao capital internacional um dispositivo obrigatório, e não mais voluntário.

Embora restrito aos países da OCDE e a países que aderirem *a posteriori*, o AMI tenderá a ditar as normas internacionais sobre o assunto. Os países em desenvolvimento não teriam nenhuma influência no processo, restando-lhes aderir ou não ao acordo já estabelecido. Tradicionalmente, os países em desenvolvimento defenderam a UNCTAD como o fórum adequado para discutir o tema e rechaçaram a idéia de tratamento nacional ao capital estrangeiro. Com a tendência no comércio internacional de considerar uma estreita inter-relação entre investimentos e comércio, começa a haver consenso de que é interessante aderir ao acordo para atrair capitais. O Brasil, atualmente o quinto receptor mundial de investimentos diretos, atua como observador das negociações no Comitê de Investimentos Internacional e Empresas Multinacionais (CIME) da OCDE. Mas, em linhas gerais, o regime de investimentos brasileiro tem regras bem menos abrangentes que as do NAFTA, ou seja, é menos liberal em termos de remessas e transferências de capitais estrangeiros.

Há uma tendência mundial de perceber a multilateralização das regras de investimentos como mais um instrumento de reforço da credibilidade de cada país. As regras para concessões e licitações, sobretudo o acesso de capitais externos aos mercados de obras públicas, é uma parte relevante desse processo global de *confidence building*. Afinal, segundo o Banco Mundial, em torno de 90% dos financiamentos aos investimentos em infra-estrutura ainda são suportados por agências governamentais.

Do ponto de vista de um organismo como a OMC, a criação desse regime de investimentos atende ao seu interesse específico, que é a liberalização dos fluxos de comércio. Como a viabilidade de importantes decisões de investimento depende das regras de comércio vigentes em cada país, a estabilidade e liberalidade das mesmas passa a se constituir em parâmetro relevante para o desenvolvimento de projetos de longo prazo pelos capitais estrangeiros.

4. INFRA-ESTRUTURA E FINANCIAMENTO

Lado a lado com a nova paisagem financeira e as tendências de retomada de investimentos diretos, a compreensão dos marcos de um novo padrão de financiamento à infra-estrutura exige ao menos uma visão panorâmica de algumas questões fundamentais colocadas por esse setor, que é intensivo em investimentos e que deve elevar sua parcela no total do investimento direto estrangeiro.¹²

¹² Aliás, como curiosidade histórica, note-se que vários autores sublinham que o "capitalismo clássico" (século XIX) em vários casos esteve amparado na exploração privada de serviços de infra-estrutura, sobretudo nos Estados Unidos e na América Latina. Principalmente nos setores de telecomunicações, transpor-

Privatização com revolução tecnológica na infra-estrutura

O novo padrão tecnológico é nitidamente centrado na digitalização (economia da informação). A expansão dos serviços automatizados, a terceirização dos sistemas econômicos mais avançados, a importância crescente dos sistemas de logística e a necessidade de uma massa de operadores-consumidores-usuários minimamente habilitados (com acesso a bens sociais básicos) são fatores que abrem horizontes de investimento quantitativa e qualitativamente extraordinários.

Adicionalmente, há uma mudança de padrão tecnológico comandada por grandes grupos privados que vêm na desestatização não apenas uma oportunidade de negócio em si mas um espaço de conquista ou ampliação das suas próprias competências específicas. Isso ocorre justamente quando a maioria dos Estados Nacionais perdeu a capacidade fiscal e técnica de manter ou ampliar investimentos nesses setores mais dinâmicos.

O impacto imediato tem sido na direção de superar as tradicionais barreiras à entrada em infra-estrutura, pois os níveis mínimos de investimento sofreram redução em vários setores enquanto alguns serviços foram simplesmente desmembrados. Noutros casos, surgem novos serviços e mesmo uma orientação estratégico-administrativa de terceirização e incorporação de outras técnicas gerenciais privadas ao setor público.

Parece crucial perceber a relação privilegiada entre esta onda de privatização e a vanguarda da inovação tecnológica contemporânea. Muitos casos de "privatização selvagem" pecaram - ou seja, foram precipitados, renderam menos do que podiam ou passaram a enfrentar dificuldades operacionais posteriores - porque a atenção ficou concentrada no aspecto contábil da operação "venda de ativo estatal", sem atentar para as dimensões estratégicas da privatização com revolução tecnológica - é o que apontam os críticos da privatização da telefonia argentina.

Privatização, desregulamentação e re-regulamentação

Se é evidente que a privatização da infra-estrutura é um "filão" de negócios excepcional, o modelo de privatização não é universal e, de modo análogo às transformações financeiras, comporta alternativas, processos em aberto, cronogramas diferenciados e importantes espaços de mediação institucional em muitos casos "herdados" de crises anteriores - como a SEC, nos EUA.

Dessa perspectiva, o fundamental talvez não seja a privatização em si mesma, senão o delineamento de iniciativas bem-sucedidas de parceria entre público e privado, onde a venda do ativo estatal alcance o maior valor possível dentro de um *framework* institucional adequado justamente ao reforço da confiança de longo prazo - por exemplo, tentando garantir uma equação tarifária equilibrada ou elaborando padrões de licitação e concessão transparentes e permeáveis à concorrência estrangeira, como insiste a OMC.

Paralelamente, um exame do acordo afinal firmado por 68 países na Organização Mundial do Comércio, depois de dois anos de negociações frustradas, é também uma boa forma de visualizar as ambigüidades desse regime de transição rumo a uma nova ordem do comércio internacional. A negociação e o acordo foram didáticos, pois afinal pôde-se ver com maior transparência os limites da liberalização em cada um dos países e regiões.

Assim, a Ásia continua sendo campeã em termos de distância entre retórica (liberal) e prática (intervencionista). Especificamente nas telecomunicações, foi vitoriosa a tese de redução da velocidade do processo - os EUA, naturalmente, são os maiores interessados na aceleração. Entre a União

tes, assistência social e energia elétrica, o renascimento do interesse privado é tão importante quanto a falência fiscal dos vários subsistemas de políticas públicas em infra-estrutura.

Europa e os EUA, mas também entre os EUA e o Canadá ou a Inglaterra, os interesses são tão fortes quanto os conflitos.

É ou não aceitável retardar o processo de liberalização, via barreiras institucionais, em nome de ganhar tempo para realizar investimentos e tentar fazer o que a literatura econômica conhece como *catch up*?

Quando se fala em “re-regulamentação” é preciso levar em conta que há também outros processos estratégicos em andamento cujo *timing* pode não coincidir com a urgência total que serve de *benchmark* para os processos de liberalização e privatização de infra-estrutura.

Se a privatização é o objetivo principal, não é possível, nem recomendável, privatizar sem um mínimo de “recauchutagem” tecnológica, organizacional, no campo da regulamentação e nas regras financeiras. No setor de telecomunicações, a reestruturação é institucionalmente complexa, politicamente sensível e financeiramente aconselhável.

O acordo na OMC deixou claro que o mais importante é criar o horizonte da liberalização, sendo o grau de adequação de cada participante no sistema ao ideal uma questão negociável.

Justamente em função dessa dimensão de *institution building*, e *rule building*, que acompanha as novas formas de ocupação da infra-estrutura por capitais privados, há uma participação intensa de organismos multilaterais no desenho de programas de privatização articulados à reforma de modelos de desenvolvimento econômico.

Embora a receita geral “privatizar o quanto antes” seja mais visível, na prática há muito debate sobre temas como seqüência, ritmos, prioridades e políticas de reforma estrutural complementares necessários à maximização dos benefícios que podem estar associados à privatização, sobretudo em setores de infra-estrutura.

No seu relatório de 1996 (p. 55), o Banco Mundial sublinha que a integração rápida é caracterizada por investimentos em infra-estrutura. Dividindo os países em quatro grupos (integradores rápidos, moderados, fracos e lentos), o relatório mostra que há uma relação direta entre velocidade de integração e produção de energia elétrica, número de linhas telefônicas por habitantes e densidade da pavimentação rodoviária.

Nesse contexto, o Estado tende a assumir cada vez mais as atribuições de uma *política de administração de informações* e não de produção de bens públicos ou sociais, fazendo-se acompanhar de inovações organizacionais e gerenciais na própria esfera de produção privada desses bens, como demonstra a evolução das técnicas de tarifação, de *unbundling* e de *project finance*, assim como o surgimento de organismos financeiros multilaterais especializados como a IFC (cf. Ferreira, 1995, p. 177).

Ou seja, se de um lado a nova paisagem financeira oferece oportunidades inovadoras de arbitragem de riscos, no que se refere ao setor de infra-estrutura também há importantes inovações políticas, culturais, institucionais, operacionais e tecnológicas em curso que apontam no sentido de um novo regime de investimentos globalizados.

Um dos desafios desse novo cenário, do ponto de vista das políticas públicas, é o risco da privatização da infra-estrutura com revolução tecnológica acarretar não apenas uma esclerose completa da capacidade de investimento público em infra-estrutura tradicional - como por vezes parecem preferir os organismos multilaterais - como, também, e em consequência, a produção de novas formas de marginalidade social e novas carências, sobretudo nos países em desenvolvimento, em áreas básicas de saneamento, telecomunicações e transportes, agravando um quadro de desequilíbrios sociais, regionais e institucionais. Dessa perspectiva, a mediação do Estado continua sendo decisiva.

Outro aspecto polêmico diz respeito às dimensões estratégicas da segurança nacional, uma preocupação que no Brasil já foi prioritária para os militares e que continua preocupando os setores mais nacionalistas. Desse ponto de vista, é interessante notar que embora nos anos 80 os processos de privatização tenham assumido contornos mais próximos do modelo "selvagem", a partir dos anos 90 há uma tendência à preparação mais cuidadosa dos processos de privatização e mesmo, em alguns casos, inclusão de salvaguardas de natureza estratégica, como se viu no exemplo do setor petroquímico mexicano e é freqüente no setor de telecomunicações - o que ficou evidenciado no processo de negociações de abertura para o capital estrangeiro na OMC e, mais recentemente, com a formulação de uma política industrial para o setor de telecomunicações brasileiro.

A forma da concessão privada de projetos de infra-estrutura também pode variar e, nesse campo, como sublinham Biasoto Jr. e Magalhães Jr. (1996), "as generalizações representam, no mais das vezes, puras simplificações ou abstrações da realidade".

A natureza praticamente *tailor made* dos projetos, a incipiência dos modelos de *credit risk rating*, a dimensão estratégica das políticas de informação e o caráter decisivo das instâncias mediadoras (instituições públicas e privadas, com suas respectivas garantias e instrumentos de seguros) são as principais características estruturais da nova onda de privatização da infra-estrutura em escala global.

Um dos desafios centrais, nesse contexto, é o de qualificar a visão segundo a qual a tendência declinante dos investimentos públicos em infra-estrutura deve ser levada ao extremo, colocando-se como condição de credibilidade em um processo de estabilização de preços com crescimento sustentado.

Em boa medida a redução nos investimentos públicos ocorrida desde os anos 80 decorre da crise da dívida externa. O grau de recuperação do gasto público, superado esse tipo de restrição externa, está aberto a uma arbitragem política e estratégica. Mesmo mantendo o pressuposto de que a privatização é necessária, a política de desenvolvimento pode trabalhar com horizontes e cronogramas de privatização variáveis em função de investimentos preliminares na própria recuperação dos sistemas que se pretende privatizar, além dos investimentos em áreas ou setores com baixa atratividade para o setor privado, que permanecerão existindo em países como o Brasil. De qualquer modo, do ponto de vista internacional, a credibilidade do país será tendencialmente menor quanto mais demorado o processo de privatização.

Outro fato relevante é a própria magnitude dos ativos em processo de privatização ao redor do mundo. Além do estoque nos países em transição a economias de mercado, sobretudo no Leste europeu, há programas importantes em andamento na Ásia, no Oriente Médio (Israel) e, importa notar, nos países mais industrializados da União Européia. Ou seja, supondo que há um limite para a exposição dos fundos de investimento aos riscos de economias em transição ou emergentes, o *timing* deve ser avaliado levando em conta também uma certa competição entre projetos.

Como nota Garcia (1996), a atual perspectiva internacional no financiamento privado à infra-estrutura está centrada nas *parcerias* entre governos e setor privado, por meio do desenvolvimento de novos instrumentos e novas instituições, com tendência à "desintermediação" de agências financeiras públicas, ainda que estas, como no caso do Brasil, sejam importantes quando está envolvida a venda de ativos já existentes e a reestruturação de várias modalidades dívida pública, doméstica e externa.

É importante ressaltar que os fundos públicos provavelmente ainda terão papel relevante na função de estruturação de sistemas de seguros quanto aos riscos dos projetos, não apenas aqueles induzidos pela política macroeconômica mas também os riscos de ordem comercial e operacional dos projetos.

Finalmente, embora esse panorama tenha evitado entrar em questões de ordem estritamente macroeconômica, é importante ressaltar que a dinâmica dos fluxos de investimento, em especial dos investimentos diretos estrangeiros e a sua relação com processos de privatização, ainda é uma questão bastante polêmica. O Fundo Monetário Internacional (IMF, 1995, capítulo V) alerta para o fato de que os processos de privatização tendem a exercer uma influência majoritariamente benigna sobre o investimento estrangeiro apenas durante um período limitado. Isso sugere que a visão do investimento estrangeiro como uma fonte relativamente estável de financiamento deve ser avaliada com cautela. Entre os problemas estão o caráter pró-cíclico desses fluxos, o fato de que em geral o processo de privatização é *once and for all* e de que, adicionalmente, o investimento estrangeiro direto não é, afinal, menos volátil que outras modalidades de fluxos de capitais [Claessens, Dooley, Warner, 1993, apud IMF(1995)].

Em resumo, os desafios da privatização da infra-estrutura com mudança tecnológica podem ser resumidos em três dimensões correlatas:

- definir estratégias, instrumentos e instituições novas que propiciem alternativas para o aporte de capitais;
- criar sistemas de gerenciamento das mudanças (seguros, regimes de concessões, órgãos reguladores); e
- identificar horizontes de integração internacional na redefinição dos sistemas de infra-estrutura.

5. INFRA-ESTRUTURA E EXPECTATIVAS DE LONGO PRAZO

Sublinhávamos, no início, o desafio de conciliar aspectos “macro” e “setoriais”, de curto e de longo prazos, situando a reestruturação do financiamento de longo prazo em marcos históricos e institucionais mais amplos.

No terreno mais descritivo, procuramos situar fenômenos e processos relevantes em uma dimensão geral, nem *macroeconômica* no sentido estrito, pois isso exigiria uma análise global dos mercados cambiais, do crescimento, das contas correntes, etc., nem estritamente *setorial*, já que nesse caso o foco seriam as inúmeras questões mais técnicas do *project financing*, das políticas de tarifação e mesmo os modelos de estrutura de *governance* em que se move atualmente a teoria da política econômica em termos de custos de transação.

Assim, os marcos históricos e institucionais esboçados acima dizem respeito, principalmente, a um processo de (re) construção institucional *institution building* a partir do qual pode-se pressupor algumas regras do jogo econômico internacional.

Nesse plano convencional e negocial, cruzam-se aspectos jurídicos, organizacionais, tecnológicos, financeiros, fiscais, cambiais, enfim, uma constelação de indicadores cuja operação viabiliza o jogo econômico com apostas de prazo maior. Para voltar a um conceito antigo, porém ainda atual, existe esse nível da realidade (e de *policy-making*) que J.M. Keynes denominava “expectativas de longo prazo”.¹³

A construção de cenários, entretanto, é um exercício cada vez mais sofisticado, envolvendo tanto metodologias para a aferição das percepções dos agentes quanto técnicas econométricas. A proliferação e relevância dos indicadores de *rating* de riscos soberanos, comerciais, políticos, bancários, etc.

¹³ Essa questão metodológica é analisada em Schwartz (1997).

talvez seja o exemplo mais acabado da importância conferida a essas avaliações no sistema financeiro global contemporâneo.

No sistema financeiro global voltado à criação de *funding*, e não apenas *finance*, para projetos de infra-estrutura, a utilização desses parâmetros informacionais é decisiva. A tal ponto que, no próprio mercado, discute-se a primazia ou mesmo a necessidade de organismos multilaterais públicos com sistemas de monitoramento, como o FMI ou o Banco Mundial.

Há uma pergunta fundamental: existe mercado de capitais de longo prazo disponível para o financiamento do desenvolvimento de países “emergentes”? A resposta está na própria pergunta: a denominação “emergentes” surgiu exatamente como fruto desses fluxos informacionais e, objetivamente, há instituições públicas e privadas que até disputam o espaço por projetos de longo prazo, sobretudo em setores de infra-estrutura de última geração, como é o caso das telecomunicações.

Esse setor, aliás, é um exemplo de integração de todos os níveis relevantes da nova fronteira de financiamento privado para infra-estrutura. E em um setor de serviços, ou seja, no “nicho” estrutural em que os países desenvolvidos estão mais interessados e tecnologicamente avançados.

Essa é talvez a essência de uma das mais novas formas de articulação da economia brasileira com a economia global, que modifica as formas tradicionais de dependência. Ao abrir o setor de telecomunicações, o governo brasileiro cria condições de negócios em um mercado de financiamento de longo prazo com forte participação de instituições financeiras privadas, procurando não abrir mão de políticas industriais para outros “nichos” estruturais, como a indústria nacional de componentes.

Esse sistema já dispõe de uma série de parâmetros que permitem a visualização de uma nova fase de desenvolvimento de longa duração, ainda que não imune a riscos, crises e divergências de ordem macroeconômica e macropolítica.¹⁴

O Institute of International Finance (IIF), em seu relatório de setembro de 1996, defende, nesse contexto internacional, uma menor participação de instituições oficiais:

“There was a 50-year interval between the two systemic defaults of this century: in the 1930s and the 1980s. In mid-1996, the international financial system appears relatively immune to systemic defaults by developing countries, and any future crises seem unlikely to be associated with a generalized problem of excessive borrowing by sovereign entities in emerging market countries. (...) The Working Group emphasizes the importance of avoiding crises rather than constructing predetermined arrangements to cope with them. (...) Negotiation between private creditors and the country

¹⁴ No campo da informação financeira e da difícil busca de padrões ou critérios de avaliação das expectativas de longo prazo, é ilustrativo exemplo recente protagonizado pelo economista Rudiger Dornbusch, que é uma autoridade reconhecida em macroeconomia aberta. Sem entrar no mérito de seus trabalhos teóricos ou suas pesquisas empíricas (sobre modelos de ataque especulativo a taxas de câmbio, por exemplo), tomemos dois momentos de sua avaliação da atual situação econômica mundial: em fevereiro de 1997, Dornbusch escreveu no Economic Viewpoint da Business Review um artigo intitulado “Do we really need the World Bank Anymore?”, onde citava o sucesso da estabilização pós-crise mexicana, com a retomada dos fluxos privados de recursos, e a capacidade atual dos mercados de capitais em identificar os projetos realmente rentáveis ao redor do mundo, para questionar a necessidade de instituições como o Banco Mundial, BID ou FMI. O mesmo Dornbusch, entretanto, otimista em relação à completa privatização do sistema financeiro internacional, diria apenas dois meses depois, na mesma coluna do Business Week, em artigo intitulado “Say Goodbye to Easy Money - and Hello to Higher Risk” (título que ecoa um paper clássico da história financeira latino-americana) que com o fim da época do dinheiro fácil, a parte do ciclo de crédito estaria terminada e, agora, os investidores começariam a dar a *second look*. Concretamente, há uma contradição entre se afirmar que “o investimento privado escorre para as economias emergentes” (*private investment pours into emerging economies*) e, semanas depois que acabou a década do boom de crédito, devendo-se esperar “grandes perdas cumulativas no tempo” (*large losses do build up over time*).

rather than official orchestration reduces the risk of politicization and thus moral hazard.” (1996, iii).

Dentre as recomendações do IIF para lidar com situações de estresse financeiro externo em economias emergentes, colocam-se:

- resolução caso a caso;
- contato direto entre devedor e credor, em substituição à intervenção oficial via organismos como o FMI; e
- manutenção de flexibilidade no preço dos ativos e liquidez em mercados secundários.

Mas, também:

- “níveis normais” de apoio de órgãos públicos, por intermédio do FMI e outros organismos multilaterais; e
- no caso de atraso em pagamentos externos, suspensão de desembolsos do FMI até que sejam alcançados acordos de princípio com os credores sobre a reestruturação dos atrasados.

Ou seja, os próprios banqueiros não vão tão longe na crítica aos organismos multilaterais, pois consideram-nos ainda úteis para casos em que seja necessário algum poder de polícia. Vale dizer, o otimismo de uma *hot line of finance* que Dornbusch pressupõe na sua sugestão de desmonte dos organismos multilaterais teria que ser compatibilizado com uma visão cíclica da economia e do crédito onde entram fatores de difícil (ou impossível) ponderação.

Acredite-se ou não no ciclo, o fato é que no sistema financeiro global, privado e público, de monitoramento e sinalização, convivem ainda fontes de instabilidade, com retração dos investidores, estresse sobre os sistemas fiscais e previdenciários e necessidade de dar-se *a second look*.

São evidentes as dificuldades de se lançar um prognóstico claro sobre se o padrão monetário-financeiro global é, de fato, comparável a um sistema de regras como teria sido idealmente o Padrão Ouro - a referência histórica em várias publicações e palestras no sistema financeiro sobre a nova fase de financiamento à infra-estrutura é o século 19 das ferrovias inglesas - ou se, por precaução, em um sistema antes de mais nada cíclico e sujeito a humores especulativos de grande amplitude, é melhor não acreditar que a *sweet part* do ciclo de crédito é eterna e que a disponibilidade de fundos para projetos de longo prazo é inelástica ao ciclo.

Na segunda hipótese, definir uma “estratégia” de inserção internacional vai além da abertura financeira e comercial externa, implicando uma lógica de articulação entre as políticas econômica e os segmentos diretamente afetados e/ou promotores da integração.

Naturalmente relacionada a uma estratégia de inserção está a dimensão das “expectativas de longo prazo” que, 60 anos depois da publicação da “Teoria Geral” de Keynes, talvez encontrem eco no que se poderia definir como políticas de administração de informação ou, em uma visão mais pro-saica, inclui até o *marketing* de um país e seu posicionamento em organismos multilaterais, que re-tém, afinal, algum poder de polícia, não apenas no aspecto punitivo mas também no de monitoramento e assistência técnica.

A compatibilização entre o *funding* (fontes de financiamento, eventualmente de longo prazo) e o *finance* (condições que governam a liquidez e a taxa de juros de longo prazo, intimamente ligadas ao ciclo internacional), reclamada em Ferreira (1995) ocorre nesse terreno da formação de expectativas de longo prazo, com destaque para agências de *rating* e para a formação de algumas parcerias estratégicas entre governos e empresas em vários níveis (fiscal, regulamentar e financeiro), no contexto de políticas industriais ativas.

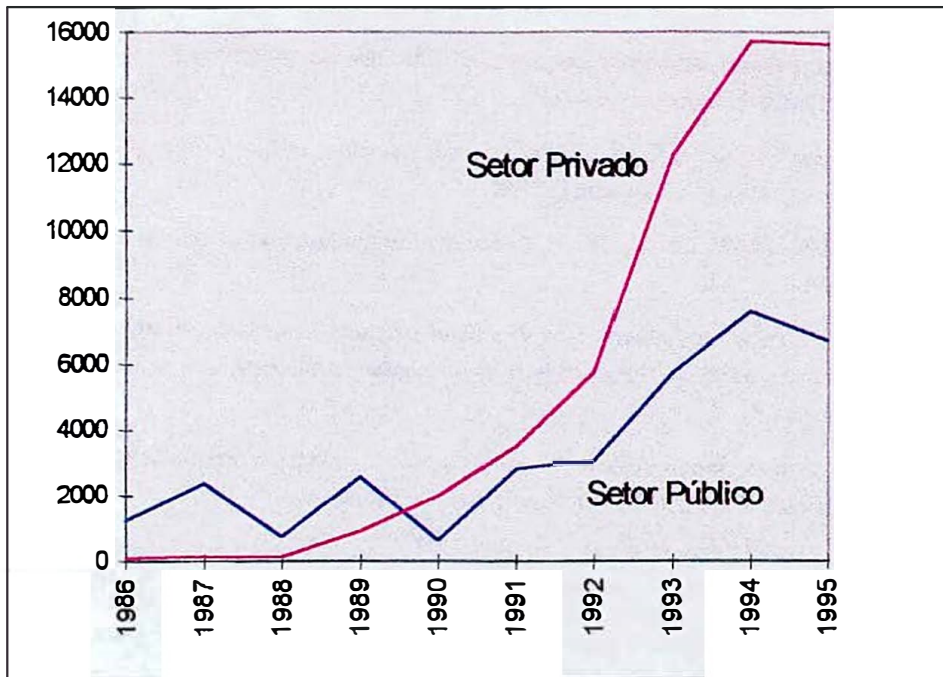
Atualmente, a configuração dessas expectativas de longo prazo depende de modo crucial dos perfis de ajuste fiscal intertemporal. Nos EUA, no Japão, na União Européia ou nos “mercados emergentes” novamente com acesso aos mercados de capitais, as condições fiscais impõem-se como uma variável-chave de monitoramento.

Além desse parâmetro macroeconômico, no campo especificamente financeiro surgiram várias questões centrais de regulamentação ou re-regulamentação, dos critérios de adequação do Acordo da Basileia ao debate sobre o “imposto Tobin”, passando pela revisão dos códigos de *insider trading* nas Bolsas de Nova Iorque ou pelas normas de sigilo bancário na Suíça. Como já observado pela OCDE (1995), se o sistema financeiro tende a se confundir com um sistema de informação, na prática o panorama dos sistemas bancários nacionais continua heterogêneo. Além disso, enfrenta problemas em todos os pólos importantes de desenvolvimento regional, dos EUA à China, passando pela crise patrimonial japonesa e pelas crises de supervisão na América Latina. O cenário financeiro internacional é, portanto, de transição, com fortes pressões competitivas e uma estrutura normativa ainda incipiente, que recomendam pragmatismo quanto à inserção dos fluxos internacionais de investimento e crédito como variáveis fundamentais da equação de crescimento da economia.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BANCO MUNDIAL. *Global economic prospects and the developing countries*. A World Bank book.— Washington, D.C.: 1996.
- BERGSTEN, C. F. *International adjustment and financing*. The lessons of 1985/1991.— Washington, D.C.: Institute for International Economics, 1991.
- BERGSTEN, C. F. e HENNING, C. R. *Global economic leadership and the Group of Seven*.— Washington, D.C.: Institute for International Economics, 1996.
- BIASOTO Jr., G. e MAGALHÃES Jr., M. P. *Concessões: financiamento e novos elementos*.— Brasília: IPEA, 1996. Mimeo
- BLOMMESTEIN, H. J. Structural changes in financial markets: overview of trends and prospects. In: OCDE. *The new financial landscape, forces shaping the revolution in banking, risk management and capital markets*.— Paris: 1995. cap.1.
- FERREIRA, C. K. L. *O financiamento da indústria e infra-estrutura no Brasil: crédito de longo prazo e mercado de capitais*.— Campinas: Universidade de Campinas, 1995. mimeo
- FERREIRA, C. K. L.; FREITAS, M. C. P. e SCHWARTZ, G. *O formato institucional do sistema monetário e financeiro: um estudo comparado*.— São Paulo: IESP/FUNDAP, 1990-1991. 7 v. mimeo
- FREITAS, M. C. P. *Os fundos de pensão e o financiamento da infra-estrutura*.— Brasília: IPEA, 1996. mimeo
- GARCIA, M. G. P. O financiamento à infra-estrutura e a retomada do crescimento econômico sustentado. *Revista de Economia Política*, v.16, n.3, p.63, jul.-set. 1996.
- IMF. *Private market financing for developing countries*.— Washington, D.C.: Mar. 1995. (World Economic and Financial Surveys)
- JASPERSEN, F. Z.; AYLWARD, A. H. e SUMLINSKI, M. A. *Trends in private investment in developing countries*.— Washington, D.C.: Banco Mundial, International Finance Corporation, 1995. (Discussion Paper, 28)
- NARULA, R. *Multinational investment and economic structure*.— London and New York: Routledge, 1996.
- OCDE. *The new financial landscape, forces shaping the revolution in banking, risk management and capital markets*.— Paris: 1995.
- OLIVEIRA, A. J. de. Regras multilaterais de investimento. *Carta internacional, USP/Núcleo de Pesquisa em Relações Internacionais*, 1997.
- SO, J. e SHIN, B. *The private infrastructure industry — a global market of US\$ 60 billion a year*. Public Policy for the Private Sector. Special Edition.— Washington, D.C.: The World Bank Group, June 1996.
- SCHWARTZ, G. O. *Capital em jogo*. Versão revisada da tese de doutoramento — Campinas: Instituto de Economia da Universidade de Campinas, 1997.
- WORLD BANK. *Global development finance*.— Washington, D.C.: 1997.
- WTO. World Trade Organization. *Annual Report*. Special topic: trade and foreign direct investment.— Genebra: 1996.

ANEXO
Financiamento à Infra-Estrutura: *funding* público x privado



INFRA-ESTRUTURA: PERSPECTIVAS DE REORGANIZAÇÃO

- I. REGULAÇÃO
 - II. SETOR ELÉTRICO
 - III. TELECOMUNICAÇÕES
 - IV. FINANCIAMENTO
 - V. EMPREGO
 - VI. TRANSPORTE
 - VII. SANEAMENTO
 - VIII. CASOS ESTADUAIS
-

