

O novo “contrato”

Gustavo H. B. Franco

(sócio-diretor da Rio Bravo Investimentos e professor da PUC-Rio)

O desafio básico. A receita do crescimento sustentado há de ter como seu primeiro e mais importante ingrediente o aumento na chamada Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), ou seja, a aceleração dos acréscimos à capacidade produtiva da economia. Diz-se que o crescimento é sustentado quando a produção cresce em linha com a capacidade produtiva, ou quando não se observam “gargalos” limitando a expansão da produção, estejam eles nas matérias primas, componentes ou na mão de obra, ou na capacidade das máquinas, na disponibilidade de divisas ou na oferta de serviços de infraestrutura.

Pois bem, como % do PIB, a FBCF está na faixa dos 18%, enquanto na Ásia emergente o número é pouco inferior ao dobro disso. Eles crescem aceleradamente há muitos anos, sem vestígio de inflação e “apagão”, e nós, com três trimestres bons em sequência, já estamos apavorados com a inflação e com a já flagrante e preocupante deficiência de investimento em geral e na infraestrutura em particular.

Nosso maior desafio, quando se trata de crescimento sustentado e acelerado, é chegar a um número “asiático” para a FBCF, e como este salto não tem propriamente precedente em nossa história, não deve haver dúvida que envolve diversas quebras de paradigma, a superação de preconceitos, novas instituições, políticas e regulação.

Para começar, como já é bem sabido, há uma restrição incontornável do lado das finanças públicas, em razão da qual o Estado não poderá mais desempenhar o papel que teve no passado como investidor. É impossível imaginar que, com a carga tributária que já temos, seja possível reviver o Estado Investidor Geiseliano, ou que este possa sobrepor-se ao Estado do Bem Estar que o constituinte de 1988 pretendeu criar. Aumentar significativamente o gasto público em investimento, qualquer que seja a sua natureza, é matematicamente improvável, o que não significa que o papel das políticas públicas, da regulação setorial e financeira, e das instituições financeiras oficiais deva ser pequeno ou simples. O salto necessário na FBCF acima aludido terá de ser dado pelo setor privado mas num contexto de um novo contrato, uma nova divisão de trabalho entre o público e o privado, com maiores responsabilidades para este.

A “outra” privatização. Goste-se ou não, decorre do fato matemático acima que o país necessária e espontaneamente terá de “privatizar” o gasto de investimento. Note-se que, diferentemente do que ocorreu na Era FHC, *não* se trata necessariamente de privatizar empresas existentes, e com elas as responsabilidades de investimento respectivas, mas de permitir ou criar as condições macroeconômicas e regulatórias para que *todas* as empresas privadas façam mais investimento, e especialmente, que o façam em áreas – como a infraestrutura – onde o governo gostaria mas não tem mais todas as

condições de investir. Esta é uma privatização diferente da anterior, talvez mesmo mais difícil, pois, ainda que “na margem”, é bem mais ampla.

É paradoxal que seja o primeiro governo de esquerda em 30 anos que tenha que atrelar seu destino ao engajamento do setor privado no processo de investimento, e numa escala jamais observada. A privatização de FHC envolvia um pequeno número de empresas estatais, enquanto que esta “outra privatização”, na medida que envolve a totalidade das empresas privadas, exige do governo, através de suas políticas e da regulação, um compromisso com os cânones da economia privada que vai bem além do uso esporádico do gás lacrimogêneo contra manifestantes em leilões de privatização.

A tecnologia de acordar o investimento privado é diferente daquela usada quando a iniciativa, os recursos e o risco são do setor público, e muito mais complexa. Tudo é relativamente simples se o setor público assume todos riscos e contingências e toda a responsabilidade pelo financiamento, seja em instrumentos de dívida ou em “equity”, no orçamento ou fora dele. Tudo termina de um jeito ou de outro, “debaixo da linha”, na dívida pública. O jogo é inteiramente outro quando o setor público está limitado na assunção de passivos e garantias, como hoje.

O papel crucial do “project finance”. As empresas privadas brasileiras, nacionais e estrangeiras, ainda que pouco alavancadas para padrões internacionais, estão também limitadas em sua capacidade de endividamento, e também de integralização de capital, especialmente diante das necessidades da infraestrutura brasileira. Desta forma, a questão fundamental para o financiamento da infraestrutura passa ser a de fazer com que fluxos de caixa futuros, vale dizer, os retornos dos próprios projetos de investimento, se tornem tão firmes quanto balanços auditados. Com efeito, para que o futuro sirva como garantia para o investimento no presente deve ser óbvio que o futuro deve ser o tanto menos incerto quanto possível, o que pode perfeitamente ser feito quando se trata de alguns dos riscos envolvidos nas diversas etapas um projeto de investimento. Afinal, o “risco”, diferentemente da “incerteza”, pode ser tratado e mitigado, embora esta arte nada tenha de simples.

A montagem de equações de financiamento baseadas unicamente nos retornos de um projeto (“project finance”), e mesmo quando se recorre apenas de forma limitada aos balanços dos atores do processo, permite perceber as dificuldades inerentes à coordenação entre ações públicas e privadas. Projetos “auto-financeáveis” exigem que cada parte cumpra, em sequência, sua etapa e função no conjunto de operações, e condições de contorno, que compõem o projeto. Esta coordenação deve atravessar vários governos, no plano local e federal, e se torna bastante delicada não apenas em razão dos montantes e horizontes serem maiores, mas também tendo em mente que estamos tratando de serviços públicos regulados, dados ao setor privado em regime de concessão ou permissão. Em razão dessas dificuldades é compreensível que o “project finance” jamais tenha existido em forma pura no Brasil.

O fato é que, o que nunca funcionou, agora precisa se disseminar numa escala inusitada.

A nova disciplina do mercado de capitais. No Brasil como em qualquer parte o mercado de capitais é o “locus” onde operadores de projetos de infraestrutura, e as várias instâncias do governo (ministérios, agências reguladoras, governos locais e Ministério Público) terão de alinhar seus interesses e assumir compromissos diante de investidores institucionais, bancos, seguradoras e reguladores. Cada um desses atores é essencial para que um projeto possa se consumir. Essa “divisão de trabalho” permite escalas cada vez maiores, e certamente será necessária para que o investimento privado, através de “project finance”, alcance valores que nunca atingiu.

Note-se que a harmonização de todos esses agentes, e seu alinhamento numa postura colaborativa, nada tem de evidente. Os potenciais conflitos ou superposições de atribuições entre ministérios setoriais e agências reguladoras, a extensão da influência do Ministério Público, a morosidade deliberada das agências ambientais, tudo isso se agrega aos já conhecidos problemas referentes aos marcos regulatórios setoriais. Mas o fato é que a disciplina de investimento do mercado de capitais é tal que o investimento simplesmente não acontece se agências independentes de classificação de risco e comitês de investimento de investidores institucionais, estes sujeitos a toda sorte de controles internos, não se declaram satisfeitos com os mecanismos de mitigação de riscos, aí incluídos os de natureza jurídica e regulatória.

Mesmo as instituições financeiras públicas, além das entidades fechadas de previdência de patrocinadoras públicas, não escapam de adotar a disciplina e a responsabilidade fiduciária do investidor privado, vale dizer, são “privatizados” ou “homogeneizados” os critérios de investimento. E assim, o “enquadramento” dos projetos e infraestrutura na disciplina própria do mercado de capitais, com seu recém aguçado zelo pelos riscos regulatórios, transparência e governança, e em vista das incertezas regulatórias que se conhece, constitui o desafio central a ser vencido para que o investimento em infra estrutura salte para o patamar que o país necessita.

O desafio institucional, portanto, é gigantesco, pois a solidez dos marcos regulatórios, aí incluídas as PPPs (Parcerias Público Privadas), terá de se submeter ao teste dos mercados, os quais não devem obediência ao Poder Público, tampouco às carências do país. E ademais, repita-se, este desafio de construção institucional se coloca a um governo de esquerda, cuja familiaridade e simpatia com as práticas de mercado é bem recente, se bem que intensificando com grande, ainda que instável, velocidade.

Novos instrumentos financeiros. O papel dos bancos de fomento nacionais e multilaterais em projetos de infraestrutura será importante como sempre foi, mas com os limites que se conhece. Não há muito espaço para as “contrapartidas” locais com recursos orçamentários, e os bancos oficiais estão atulhados de demandas relativas ao passado. Um salto precisa ser dado, e novos mecanismos precisam ser criados para alavancar os escassos recursos

públicos disponíveis. Novos instrumentos, como os Títulos de Participação em Receitas, ainda em debate no Congresso Nacional, ou mesmo os já conhecidos CRIs (Certificados de Recebíveis Imobiliários), que podem ter função importantíssima em “apartar” determinados riscos de um projeto qualquer. Na mesma linha, fundos mútuos de capital de risco, sob variados formatos, começam a ser formados com parcelas pequenas de recursos públicos e gestão privada, assim desenhando um novo papel para o Estado no processo, e disseminando a disciplina de filtragem de projetos de acordo com os cânones do mercado de capitais. Iniciativas recentes como o fundo focado em energias alternativas capitaneado pela Petros e principalmente o fundo de participações focado em infraestrutura apoiado pelo BID, são exemplos animadores neste domínio. Será preciso que prosperem, para que outros fundos se formem e para que os grandes “players” internacionais da indústria do “private equity” em infraestrutura possam voltar-se para o Brasil.

Limites da macroeconomia. Por último, deve ser lembrado que nada disso será suficiente para garantir o financiamento da infraestrutura se a profundidade do mercado de capitais não for aumentada e o custo do capital substancialmente reduzido. O financiamento da infraestrutura, bem como o salto na direção de maiores níveis de FBCF dependerá muito especificamente das finanças públicas, do perfil da dívida pública, e mais genericamente das percepções de risco soberano, fatores que, conjuntamente, limitam a queda nos juros, encharcam as carteiras dos investidores institucionais locais de títulos público indexados ao “overnight” com os quais não há projeto de infraestrutura que possa competir em rentabilidade.