# 85. Debêntures de infraestrutura: oportunidade para os Fundos de Pensão? Sebastião Bergamini Junior<sup>1</sup>

Os intermediários e agentes do mercado financeiro estão sempre desenvolvendo novos produtos, ou adequando os existentes, com o objetivo de facilitar sua colocação no portfólio de investimentos de diferentes investidores. Em recente artigo<sup>2</sup> foram apresentados argumentos favoráveis à aquisição, pelos fundos de pensão, de debêntures de infraestrutura, desde que tenham as mesmas condições usufruídas pelas NTN-Bs - Notas do Tesouro Nacional indexadas ao IPCA. O presente artigo comenta o assunto à luz da avaliação de riscos.

#### 1. Debêntures de infraestrutura e os Fundos de Pensão

A premissa inicial, discutível como veremos adiante, é a de que os fundos de pensão são os "naturais financiadores de projetos de infraestrutura", uma vez que os retornos desse tipo de projeto possuem características similares aos passivos dos fundos de pensão, com fluxos de caixas de longo prazo indexados à inflação. Entre as métricas de performance para os fundos de pensão temos o índice de solvência, medido a partir das taxas de retorno dos investimentos e das taxas de desconto das obrigações atuariais. O articulista considera que as NTN-Bs levam vantagem desproporcional com relação às debêntures de infraestrutura, porque estão alinhadas com a meta atuarial, enquanto os demais ativos sofrem com as oscilações do mercado. Essa suposta vantagem das NTN-Bs sobre as debêntures de infraestrutura consiste em auferir um resultado garantido com relação à meta atuarial, obtido por "mero artifício contábil", uma vez que os dois títulos devem responder de forma idêntica a qualquer variação na curva de juros em termos de valoração econômica. Nessa linha, as debêntures de infraestrutura não recebem o mesmo "privilégio" concedido às NTN-Bs, o que faz com que elas sejam percebidas como ativos de alta volatilidade em relação aos passivos dos fundos de pensão e, em consequência, os fundos de pensão estariam desestimulados a considerá-las como alternativa de investimentos. Na conclusão, o articulista entendeu ser necessário restaurar a atratividade das debêntures, estendendo os mesmos "privilégios" com que contam hoje as NTN-Bs, contudo não detalhou quais seriam esses privilégios. Os argumentos apresentados demandam revisão da natureza dos riscos que afetam os projetos de infraestrutura, de modo a cotejá-los com os riscos das NTN-Bs, tendo como finalidade diferenciá-los de forma objetiva.

# 2. Projetos de infraestrutura: viabilidade e atratividade

A análise dos projetos de infraestrutura contempla três fases: viabilidade técnica, viabilidade econômica e capacidade de obtenção de crédito. A primeira fase tem a finalidade de demonstrar que, na implantação, o projeto poderá ser concluído dentro do cronograma e do orçamento e na operação, que o mesmo poderá operar na capacidade prevista. Os riscos mais comuns nesta fase são os de construção e o tecnológico. A segunda fase tem o objetivo de demonstrar que o projeto gera fluxo de caixa suficiente para cobrir seu custo de capital, e que o valor presente líquido esperado do projeto é adequadamente positivo. Nesta fase os riscos mais comuns são os de acesso aos insumos e os riscos econômicos. A terceira fase tem a finalidade de comprovar a capacidade de obtenção de crédito, demonstrando que o projeto gera receita suficiente para cobrir todos os custos operacionais, remunerar o capital total alocado e servir a dívida pontualmente. Esta última fase contempla a análise de variáveis complexas como lucratividade esperada, direitos de regresso e valor em risco dos patrocinadores do projeto, uma vez que os credores exigirão proteção e evitação assumir riscos não-financeiros. Os projetos de infraestrutura, em geral sob a forma de concessões de serviços públicos exploradas por sociedades de propósito específico- SPE, como por exemplo a construção e operação de uma estrada pedagiada, são de retorno baixo e de longo prazo. A análise de riscos de projetos de infraestrutura evidencia a grande diferença existente entre dois conceitos: a possível viabilidade, caracterizada pela existência de retornos positivos, e a efetiva atratividade decorrente da

¹ Com certificação CPA-20 pela ANBIMA e Administração pelo ICSS. O autor desta Coluna foi executivo na área de análise de projetos de infraestrutura do BNDES.

<sup>&</sup>lt;sup>2</sup> "O óbvio ululante", de Victor Tito, Diretor da Vinci Partners, Valor Econômico de 26/10/2023.

capacidade de remunerar adequadamente o capital total, principalmente no que tange ao pagamento da dívida com terceiros, em geral sob a forma de debêntures de longo prazo. Em regra, são poucos os projetos de infraestrutura que têm atratividade na ausência de incentivos fiscais e tributários, sendo implantados, em geral, de forma apartada pelo seu empreendedor, sob a forma de SPE, e com o uso de sofisticados arranjos de engenharia financeira.

#### 3. Debêntures de infraestrutura

As debêntures de qualquer natureza são valores mobiliários emitidos por sociedade anônimas para negociação nos mercados primário e secundário. Poucas empresas captam recursos por meio de emissão de debêntures e, quando fazem, são emissões de volumes pequenos e maturidades curtas<sup>3</sup>. Em termos de liquidez são claramente diferenciadas das NTN-Bs: estas têm liquidez diária, enquanto as debêntures, dependendo dos seus emissores, tendem a ser ilíquidas para transações diárias. Se as debêntures de infraestrutura e as NTN-Bs com mesmo prazo de maturação forem adquiridas para serem mantidas em carteira, ambas entregarão o resultado contratado ao longo do tempo e ambas estarão à margem das oscilações dos precos de mercado, ou seja, seus retornos independerão da volatilidade dos preços desses títulos no mercado. Os dois títulos responderão de forma idêntica desde que sejam adequadamente precificadas: ambos devem ser títulos adquiridos para pronta negociação com marcação a mercado, ou ambos devem ser mantidos em carteira até o vencimento com marcação pela curva de vencimento do título<sup>4</sup>. Portanto, as duas classes de investimentos podem ser, indistintamente, registradas e contabilizadas pela marcação a mercado ou pela marcação pela curva de vencimento, à escolha do detentor dos papeis e de sua intenção de mantê-los para pronta negociação ou de mantê-los até o seu vencimento. Os títulos privados de dez anos de maturação dificilmente serão adquiridos para serem mantidos em carteira, pois os riscos adicionais inerentes das debêntures induzem os gestores a mantê-los para pronta negociação.

#### 4. Riscos das debêntures de infraestrutura

Pelas suas características, as debêntures de projeto de infraestrutura *greenfield* devem ser sumariamente descartadas para os fundos de pensão em vista dos elevados riscos envolvidos<sup>5</sup>. As debêntures de infraestrutura passíveis de investimentos pelos fundos de pensão seriam apenas aquelas de empreendimentos já estabelecidos. Os projetos de infraestrutura têm um longo *duration*, ficando expostos à riscos de diversas naturezas (regulatório, ambiental, de crédito, político e reputacional, dentre outros) por um largo período de tempo, portanto sua atratividade depende da oferta de um prêmio de risco (muitas vezes substancial) acima da taxa livre de risco. A precificação dos títulos deve espelhar os riscos embutidos, portanto uma NTN-B de 10 anos com taxa de juros de 6% ao ano deverá ser cotejada com uma debênture de infraestrutura de 10 anos com taxa de juros de 6% ao ano mais um prêmio de risco na faixa de 2% ao ano ou mais. Ao maior risco das debêntures de infraestrutura deve corresponder maior remuneração do que a das NTN-Bs, segundo os fundamentos financeiros de proporcionalidade entre riscos e retornos. As NTN-Bs estão expostas apenas ao risco soberano, de magnitude menor, salientando que a sua remuneração é representativa da taxa livre de risco de longo prazo da economia nacional.

### 5. Financiadores de projetos de infraestrutura

É falacioso que os fundos de pensão sejam os "naturais financiadores de projetos de infraestrutura". O objetivo dos fundos de pensão é o de prover a complementação de

<sup>3</sup> "Trader ou investidor". Bruno Giovannetti e Fernando Chague. Ed.Intrínseca, 2023.

<sup>&</sup>lt;sup>4</sup> A mecânica das duas alternativas de precificação está detalhada no artigo "Estratégias de precificação em renda fixa nos Fundos de Pensão" (Coluna Previdenciária nº 62, publicado no jornal Apalavra nº 224, de 31/07/2020, disponível em <a href="https://www.apabndes.org.br/publicações/textosprevidenciários">www.apabndes.org.br/publicações/textosprevidenciários</a>

<sup>&</sup>lt;sup>5</sup> Projeto *greenfield* é um projeto que existe apenas no papel, ainda em fase de planejamento. Para dar concretude ao projeto existirão riscos de diversas naturezas que emergirão em duas fases: a de construção e, uma vez implantado, a de operação. Estudo sobre a implantação de 258 grandes projetos de infraestrutura de transportes (ferrovias, tuneis, pontes), apontou que 86% excederam o seu orçamento inicial. ("Você está prestes a cometer um erro terrível", de Oliver Sybony, Objetiva, 2019, página 56).

aposentadorias, devendo investir em produtos com riscos compatíveis com a manutenção de sua solvência, ou seja, compatíveis com a taxa de desconto de suas obrigações atuariais. A falácia de "natural financiador de projetos de infraestrutura" se originou do singelo fato de que os fluxos de retornos das debêntures possuem características similares aos necessários para cobrir os passivos dos fundos de pensão, ou seja, são longos e indexados à inflação. Ressalta-se que as NTN-Bs com cupons semestrais também propiciam a necessária cobertura dos benefícios de um fundo de pensão, porem à um nível de risco bem menor. O *funding* de um fundo de pensão é constituído por recursos de seus beneficiários, devendo ser reconhecida como legítima apenas sua obrigação de prover as complementações das aposentadorias de seus beneficiários. A premissa de que os fundos de pensão, por sua natureza, devam financiar projetos de infraestrutura com o uso de debêntures, estaria configurando um contexto em que emergiria uma obrigação de se cumprir duas obrigações que, em muitos casos, serão conflitantes.

## 6. Conclusões

Os supostos privilégios das NTN-Bs que deveriam ser estendidos às debêntures de infraestrutura não estão claros no artigo em referência. O único "privilégio" que diferencia as NTN-Bs das debêntures é o patamar de baixo risco representado pelo emissor Tesouro Nacional, sendo a respectiva remuneração considerada na literatura de finanças como sendo a taxa livre de riscos. A este argumento se agregam outros três que, de forma geral, contraindicam as debêntures de infraestrutura para fundos de pensão. Em primeiro, deve ficar claro que, ao contrário do entendimento equivocado ou falacioso de alguns, os fundos de pensão não são nem devem ser os naturais financiadores de projetos de infraestrutura. Os riscos adicionais das debentures de infraestrutura são característica que as tornam inadequadas para o portfólio de investimentos de um fundo de pensão, principalmente aqueles com baixa propensão ao risco ou que estão maduros (em fase de pagamento liquido de benefícios). Em segundo, as debêntures de infraestrutura e as NTB-Bs respondem de forma idêntica a qualquer variação na curva de juros em termos de valoração econômica. A volatilidade tanto das debêntures quanto das NTN-Bs decorre de sua exposição a taxas de juros de mercado apenas no caso desses títulos terem sido adquiridas para pronta negociação, pois nesta hipótese devem ser mandatoriamente registrados pela marcação a mercado, sofrendo com suas oscilações. Caso o adquirente desses títulos tenha a intenção de mantê-las até o vencimento, elas devem ser registradas pela curva de vencimento, estando imunes a essas oscilações. Portanto, inexiste a suposta vantagem obtida por "mero artifício contábil" de registro das NTN-Bs marcadas pela curva, pois nada impede que as debêntures de infraestrutura também possam ser registradas contabilmente pela marcação pela curva do vencimento, desde que haja a intenção de mantê-los no portfólio até o vencimento. E em terceiro, o mercado financeiro concede tratamento adequado a cada classe de investimentos no que se refere aos riscos envolvidos. A intenção do adquirente das debêntures de infraestrutura em mantê-las em carteira irá evidenciar seus riscos inerentes, tais como o risco de crédito, o risco regulatório, o risco ambiental e o risco econômico, dentre outros, lembrando que esses mesmos riscos não existem para as NTN-Bs. Na visão dos gestores de mercado, inclusive os de fundos de pensão, a exposição sob a forma de debêntures de longo prazo deve ser realizada, preferencialmente, sob a forma de títulos para pronta negociação, exigindo monitoração constante para antecipar a eventual necessidade de vendê-las no mercado secundário, com o objetivo de minimizar possíveis perdas. Os dois papéis têm riscos diferenciados, sendo essa diferenciação bem entendida pelos agentes de mercado, os quais não somente têm preferência por classificar todos os títulos, sejam privados ou de Governo, para pronta negociação, bem como precificam corretamente esses títulos, considerando apenas as debêntures na classe daqueles ativos que devem ter, necessariamente, um prêmio de risco elevado, compatível com seu longo duration e com seus riscos inerentes. Os projetos de infraestrutura são essenciais para promover o desenvolvimento do país, o que ressalta o papel importante das debêntures na constituição de seu funding. No entanto os fatos demonstram que elas não reúnem as características necessárias para constituírem oportunidade atrativa para os fundos de pensão.

Publicado na Coluna Previdenciária do jornal Apalavra nº 259, de 07.12.2023.