

Serviços de infraestrutura como alternativa de investimento de longo prazo para os fundos de pensão brasileiros

Guilherme Nogueira Lopes¹

Resumo

O trabalho aborda o processo de transição nos planos de benefícios dos fundos de pensão e argumenta que no Brasil esses agentes viveram parcialmente esse processo, uma vez que a remuneração oferecida para a rolagem dos títulos da dívida pública brasileira propiciou a manutenção de portfólios de investimentos ancorados nesses ativos. Este cenário deve mudar com a redução sistemática na remuneração paga nas novas emissões do Tesouro Nacional e demandar alterações na dinâmica de gestão de investimentos. Em razão dessas perspectivas, o trabalho indica os serviços de infraestrutura como opção para diversificação do portfólio de investimentos dos fundos brasileiros, destacando possíveis arquiteturas para viabilizar o ingresso de fundos de pensão de menor porte, dadas as suas limitações, de modo a tornar tais oportunidades acessíveis ao maior número possível de agentes, além de abordar aspectos relativos à rentabilidade desses empreendimentos, precauções ao definir essas alocações e alternativas para promover o processo de transição de portfólio com segurança.

Palavras-chave: Investimentos em infraestrutura, fundos de pensão, inovação em investimentos, investimentos alternativos.

Classificação JEL: G10, G11, G15, G23, G24, G32, H54

Abstract

The paper discusses the transition process in benefit schemes of pension funds in the core countries, from the point of view of the dynamics of contemporary capitalism and the revision of agent's investment portfolios according to the new reality. For the Brazilian case, the text argues that agents experienced this process not in full, since the remuneration offered to rollover the Brazilian government bonds allowed the preservation of investment portfolios anchored in these assets. This framework must change with the systematic reduction in the remuneration paid to newly issued Treasury and demands changes in the dynamics of investment management. Given these perspectives and experiences observed in the core countries, the work points to infrastructure services as an option for portfolio diversification of Brazilian funds, due to long term revenue generation profile and long term maturity for such investments. Finally, the work indicates possible architectures that enable the entry of smaller pension funds, - limited by their capital and management structure -, making such opportunities available to the largest possible number of agents.

Keywords: Infrastructure investments, pension funds, innovative investments, alternative investments

¹ Mestre em Desenvolvimento Econômico – UNICAMP. Contato: guilhermenlopes@yahoo.com.br

1. Introdução

Os fundos de pensão são agentes estratégicos ao processo de desenvolvimento econômico e ampliação da rede de bem-estar social. Sob o ponto de vista das famílias beneficiadas, potencializam o nível de segurança e conforto material. Pela perspectiva das empresas, atuam como indutor econômico poderoso, ao assumirem a condição de financiadores dos investimentos de longo prazo. Em países como os EUA, os fundos de pensão exercem papel determinante no desenvolvimento do mercado de capitais, enquanto no caso brasileiro, em função de peculiaridades locais, têm atuado como financiadores preferenciais do Tesouro Nacional.

O texto trata dos investimentos dos fundos de pensão brasileiros em serviços de infraestrutura, como opção de alocação aos ativos de maior liquidez e volatilidade. A discussão é ainda mais oportuna e justificável no momento atual, diante do cenário de redução observado nas taxas de juros praticadas pelo Tesouro Nacional para a rolagem da dívida pública, movimento que deve implicar em significativas mudanças nos portfólios de investimentos dos fundos de pensão.

Nos países centrais, a mudança no padrão de benefícios dos planos desses fundos foi o principal responsável pela alteração nos portfólios dos agentes, posicionados desde então com o objetivo de alcançar rentabilidades superiores em prazos de imobilização dos investimentos sistematicamente menores. Essa condição estabeleceu situações de alto risco, que materializaram episódios de perdas substanciais para esses agentes e seus participantes.

A partir do aprendizado externo, pretende-se explorar a possibilidade de investir em serviços de infraestrutura, através de instrumentos que limitem a volatilidade das alocações, uma tendência consolidada nos mercados europeu e americano, mas que no Brasil é limitada a experiências pontuais, restritas aos maiores fundos de pensão, patrocinados por empresas públicas. Serão abordados aspectos relativos a esses investimentos, como suas características de maturação, gestão, especificidades operacionais, potenciais de rentabilidade e alternativas disponíveis que permitam o ingresso dos fundos de pensão de menor porte nesses empreendimentos, dada a importância desses agentes no processo desenvolvimento da dinâmica dos fundos de pensão.

2. Os fundos de pensão brasileiros e o novo quadro de rolagem da dívida pública

Os fundos de pensão brasileiros, desde a segunda metade da década de 1970, contam com condições favoráveis de aplicação em ativos de alta rentabilidade e baixo risco em títulos da dívida pública, num modelo de previdência privada com investimentos ancorados no Estado, através da emissão de dívida soberana. Desde o início da crise da dívida externa, o País precisou direcionar o esforço produtivo à geração de exportações crescentes, de modo a viabilizar a geração de caixa em moeda forte para cumprir os compromissos com credores externos. Como a dívida externa era

fundamentalmente pública, ocorreu um processo de transformação da dívida externa em dívida interna, uma vez que o Tesouro Nacional foi levado a emitir títulos no mercado local para fazer frente ao volume de encargos gerados pela internalização da dívida externa. O processo de internalização da dívida levou o governo a absorver parcela substancial dos recursos dos fundos de pensão, com a colocação de títulos públicos remunerados a juros reais atraentes, reduzindo a capacidade promover outras aplicações, conforme SACHS (1984).

A estabilização econômica após o Plano Real e o avanço da economia brasileira nos anos recentes mudaram a demanda por *funding* do Estado Nacional, mas os portfólios de investimentos dos fundos de pensão permanecem atrelados à dívida pública². As recentes reduções na remuneração desses títulos³ indicam o esgotamento do ciclo de financiamento da previdência complementar altamente concentrado na posse de títulos públicos e sinaliza a necessidade de buscar alternativas diferenciadas de investimento.

O mercado de fundos de pensão tem se movimentado diante do novo cenário, uma vez que os seus portfólios de investimentos são dominados de forma absoluta por títulos da dívida pública, situação que se agrava no caso dos agentes com menores volumes de reservas sob gestão. É certo que parcela substancial dessas carteiras é composta por títulos de emissão anterior ao movimento de efetiva redução nas taxas de remuneração, com rentabilidades mais robustas que as atualmente praticadas. A preocupação é quanto às alocações futuras, no vencimento dos títulos atuais, e para o fluxo novo de investimentos dos agentes. De acordo com o presidente da Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (ABRAPP), José de Souza Mendonça, “*o setor deverá ter maior cuidado na gestão dos recursos, com o fim do ciclo de ganhos garantidos a partir dos títulos públicos*”, conforme EXAME (2012). A advertência do representante é justificável, pois embora haja oportunidades atraentes nos mercados de renda variável e crédito privado, é correto advertir para o perfil de risco desses investimentos, cuja natureza é muito diferente dos títulos públicos.

Quanto à movimentação dos agentes sobre as novas alternativas de investimentos, diante do quadro apresentado, é importante estabelecer a necessária diferenciação entre os fundos, definida pelos volumes de reservas matemáticas que cada entidade mantém sob gestão, de modo a compreender a importância e a relevância da totalidade desses agentes, as limitações a que estão sujeitos em decorrência de seu porte, bem como o nível de interação com seus gestores de

² De acordo com ABRAPP (2012) mais de 55% do volume total de reservas dos fundos de pensão é composto por títulos da dívida pública federal.

³ O título disponível para negociação com maior taxa real, em fevereiro de 2012 é a NTN-B com vencimento em 2050, que remunera o seu investidor com 4,23% ao ano, indexado pelo IPCA.

investimentos e sua percepção a respeito das perspectivas para a construção dos novos portfólios de investimentos.

De acordo com relatório estatístico da ABRAPP (2012), dos 265 fundos de pensão brasileiros, 41 totalizam reservas matemáticas superiores a R\$ 2 bilhões, enquanto 224 restantes, mais de 84% das entidades, estão abaixo dessa referência. Os fundos de menor porte contabilizam menos de 18% das reservas totais, enquanto os de maior porte superam os 82% desse volume. Os dez maiores fundos concentram 60% das reservas totais desse universo. Por outro lado, ao avaliar a base de participantes ativos nas entidades de menor porte, verifica-se que essas concentram mais de 62% da população de participantes ativos dos fundos brasileiros, enquanto os grandes agentes somam menos de 38% dessa população.

A realidade dos fundos brasileiros de menor porte é altamente restritiva, conforme pode ser inferido a partir das informações sistematizadas por LOPES (2012) por intermédio de entrevistas em profundidade realizada com gestores dessa categoria de entidades. Com equipes enxutas e excessivo volume de trabalho, os fundos de pensão de menor porte vivem enorme desafio: devem conduzir as suas atividades num contexto de redução sistemática de pessoal e contratar a prestação de serviços externos, criando um padrão que exterioriza conhecimentos estratégicos. Apesar da interação entre os fundos locais e os seus correspondentes nas matrizes, poucos promovem intercâmbio de boas práticas de investimento e entendimento sobre os riscos e oportunidades disponíveis em seus mercados. No ambiente local os fundos de menor porte promovem significativo nível de interação, inclusive quanto à contratação de consultorias, mas o intercâmbio de experiências em novas modalidades de investimentos não é comum entre os pares.

Os fundos de pensão de menor porte realizam os investimentos através das empresas de *asset management*⁴ normalmente vinculadas aos grandes conglomerados financeiros, via fundos de investimentos exclusivos ou mútuos, principalmente em renda fixa. Trata-se de um mercado dominado pelos grandes conglomerados. Em relação aos investimentos em renda variável, menos relevantes em proporção, os agentes buscam gestores especializados, com a indicação de consultorias de investimentos, que identificam *asset managers* independentes com potencial para gerar ganhos diferenciados nessas aplicações. As empresas de *asset management* são percebidas pelos entrevistados em condição superior aos fundos de pensão de menor porte, por contarem com equipes qualificadas e preparadas para fazer as melhores recomendações. Esse aspecto pode explicar a convergência entre os dirigentes. Embora nem todos estejam plenamente satisfeitos com

⁴ São empresas dedicadas às atividades de gestão de recursos de terceiros, via estruturação de fundos de investimentos e demais instrumentos de investimentos financeiros.

seus gestores, jamais realizariam investimentos que não fossem liderados e recomendados por esses agentes.

Os fundos de pensão têm como certo que maior rentabilidade resulta de posições de maior risco. Na visão desse mercado não há como desvincular rentabilidades diferenciadas de posições de maior risco e volatilidade. Quanto à perspectiva de alongar prazos de investimento e abrir mão da liquidez para as alocações diversas dos títulos públicos, o mercado apresenta resistência, em função da pouca experiência com essa natureza de alocação.

As indicações dos fundos de menor porte destacam a necessidade de advertir para os riscos das novas modalidades de investimentos, bem como apresentar as alternativas disponíveis para esse grupo estratégico que compõe o mercado brasileiro de fundos de pensão. Ao que foi possível verificar, o mercado não parece compreender com a profundidade necessária os riscos que envolvem os investimentos em ativos de crédito privado, bem como desconhecem as principais modalidades de investimentos em serviços de infraestrutura, suas especificidades e potenciais benefícios.

3. Novos portfólios de investimentos e seus reflexos nos fundos de pensão dos países centrais

O movimento de liberalização das finanças, a partir de meados da década de 1970 estabeleceu um novo padrão de acumulação capitalista⁵, submeteu as empresas e os fundos de pensão sob seu patrocínio a um novo processo de gestão e definiu a estruturação de novos portfólios de investimentos para esses agentes. A valorização bursátil assume papel estratégico no capitalismo contemporâneo. Os fundos de pensão dos países centrais passam a integrar essa dinâmica, primeiramente adaptando seus planos de benefícios à nova realidade e, posteriormente, aderindo às novas modalidades de investimentos, com a perspectiva de auferirem ganhos positivamente diferenciados.

Os ganhos contábeis assumem importância estratégica no processo de geração de resultados das empresas e na dinâmica de acumulação de capital. Para garantir a plena captura de resultados a partir da apuração contábil, é necessário evitar quaisquer entraves que possam limitar sua realização, materializados por compromissos de longo prazo ou necessidades de ampliar o nível de provisão para compromissos específicos (uma possibilidade clara para essa situação pode ser verificada pelo aumento de longevidade de um grupo de participantes num fundo de pensão

⁵ BRAGA (1993) avalia que “É importante compreender que, mais que nunca, no capitalismo contemporâneo, as finanças ditam o ritmo da economia - *“finance sets the pace of the economy”*, disse Minsky (1975) - e, neste sentido, há uma dominância financeira na dinâmica econômica”.

benefício definido, que determine ampliação do volume de reservas ao pagamento de benefícios dessa população). Os fundos de pensão de “benefício definido” tornaram-se alvo dos administradores empresariais, pois a ameaça de contaminação contábil que benefícios dessa natureza pudessem representar às patrocinadoras determinou a eliminação de tais planos, substituídos pela modalidade de “contribuição definida”. Livres de significativa parcela de risco atuarial, os novos planos foram transformados gradualmente em contas de investimento, onde o conceito de complemento de aposentadoria foi substituído pelo de rentabilidade de portfólio.

O quadro de hegemonia das finanças refletiu diretamente nos planos de benefício dos fundos de pensão. De acordo com HOEFLING (2008), a quantidade de planos de benefício definido nos USA, entre 1975 e 1999, caiu de cerca de 100 mil para 50 mil, passando a representar menos de 10% do universo dos fundos de pensão, enquanto os planos de contribuição definida superavam 680 mil, alcançando mais de 90% do total de planos de benefícios do universo de fundos de pensão norte-americanos.

O movimento descrito decorre da realidade das finanças hegemônicas. MINSKY (1982) explica que as inovações financeiras criaram instrumentos responsáveis por gerar condições de alavancagem, potencializando a capacidade dos bancos de atenderem a demanda por crédito, ampliando o volume de ativos financeiros e elevando seus ganhos. A atuação desses agentes possibilitou ampliar o nível de endividamento, mas agravou a complexidade das relações débito-crédito, a partir da securitização de ativos e uso de derivativos, enfraquecendo o poder de regulação dos bancos centrais e fragilizando o sistema. Tal dinâmica tornou usuais as mudanças no cenário de juros e de ruptura de contratos, colocando em xeque a capacidade dos fluxos de receita validarem os compromissos assumidos, potencializando o risco sistêmico.

O processo de securitização, na perspectiva de CATÃO (2006), foi um catalisador para estabelecer o contexto em que as finanças ganham destaque e impulsionam o mercado americano no início dos anos 1970. Essa inovação tornou viável atender ao desafio de garantir recursos ao financiamento imobiliário e responder à demanda da geração de *baby boomers*⁶⁶. Esse movimento foi decisivo para garantir a nova dinâmica de investimentos do mercado norte-americano, em que passou a ser possível fragmentar uma classe bastante ampla de ativos e torná-los atraentes aos potenciais investidores, que poderiam adquiri-los diretamente ou na forma de cotas de fundos de investimento.

Como a dinâmica parte do país hegemônico, as práticas de securitização passam a ocorrer em outras praças, como Inglaterra, demais países europeus e asiáticos, entre os quais Japão e Coréia do

⁶⁶ A expressão baby boom faz referência à geração de norte-americanos nascida no pós-2ª. Guerra Mundial.

Sul merecem destaque. No Brasil, esse movimento assume alguma expressão a partir dos anos 2000, quando instrumentos como os fundos de direitos creditórios e carteiras de recebíveis imobiliários passam a captar volumes mais relevantes e atuam como alternativa às fontes de crédito tradicionais para o mercado. De toda forma, quando comparados aos volumes totais de crédito do Sistema Financeiro Nacional, esses volumes são pouco expressivos⁷.

CHESNAIS (2005) explica que a nova dinâmica leva os mercados rumo a situações onde o objetivo central é a busca por ganhos de curto prazo com o benefício complementar da liquidez. A instabilidade do novo sistema amplia as incertezas e potencializa o risco sistêmico. Esse padrão determina que expectativas de redução na valorização dos ativos podem levar os detentores dos títulos securitizados a se livrarem dos mesmos e buscarem novas oportunidades, o que potencializa a chance de desencadear situações de volatilidade.

Os instrumentos de securitização geraram novas oportunidades aos investidores. Analisada pela ótica das empresas, o contexto se apresentou como desafio, uma vez que passam a “competir” pelo investidor com novos instrumentos de alocação, menos conservadores que os títulos públicos e potencialmente mais rentáveis que os mesmos. Esse quadro demandou nova postura dos dirigentes, em relação à condução das empresas, para garantir sua atratividade e manutenção de seus títulos na carteira dos investidores. Dentre as iniciativas, o esforço em evitar empecilhos que limitassem sua valorização no mercado bursátil assumiu importância central.

O risco de inconsistências nos fundos de pensão com planos de benefício definido foi minimizado com a migração para os planos de contribuição definida, que, a fim de obterem sucesso junto aos participantes, destacaram aspectos como a transparência no acompanhamento de contas individuais e a melhor condição de governança, além de questões práticas, como maior liberdade para buscar rentabilidades positivamente diferenciadas.

A articulação entre a nova realidade dos fundos de pensão e o mercado de administração de recursos de terceiros, os *asset managers* se desenvolve nesse contexto, como meio de o fundo alcançar a maior rentabilidade possível. Como parte do valor gerado pelos fundos de pensão é dada pela rentabilidade dos investimentos, os gestores profissionais de recursos de terceiros desenvolvem arquiteturas inovadoras de alocação, partindo de ativos securitizados e instrumentos derivados. Tais investimentos, na perspectiva das empresas de *asset management*, são uma forma de estabelecer diferenciação em relação aos concorrentes e alcançar rentabilidades superiores, como estratégia para captar volumes crescentes de recursos e potencializar os ganhos gerados pelas taxas de

⁷ Quanto ao caso brasileiro, COSTA (2009) comenta que “não se constituiu, plenamente, “economia de mercado de capitais”. Em economia com grande instabilidade inflacionária e cambial, a forma preferida de manutenção de fortuna local sempre foi em bens de raiz”.

administração, estabelecidas como percentual do volume de recursos que esses agentes têm sob sua responsabilidade.

O novo padrão apresenta a perspectiva de retornos diferenciados e parte do princípio do investidor racional, centrado no padrão risco x retorno, conforme LIMA (2003), onde é essencial assumir maior nível de risco para alcançar rentabilidades superiores, como estratégia para atrair investidores. Na perspectiva do autor desse trabalho, trata-se de um modelo desbalanceado, uma vez que as estruturas securitizadas não preveem compartilhamento de riscos ou direito de regresso aos investidores. Os fundos de pensão nos países centrais ingressaram sistematicamente nessas modalidades inovadoras de alocação, cujos riscos não foram satisfatoriamente explorados. Em episódios de crise pontuais ou eventos sistêmicos essas alocações causaram impactos nefastos aos portfólios dos investidores, destruindo valor e reduzindo as aposentadorias dos participantes dos fundos de pensão, sem que os responsáveis pela estruturação, recomendação ou comercialização fossem impactados, de modo a limitar ou evitar a repetição de tais eventos.

Nos países centrais, a preocupação e constatação quanto aos efeitos negativos das alocações nos instrumentos de crédito privado e derivativos, levou os agentes a buscarem investimentos alternativos. Uma série de novos mercados e instrumentos foi desenvolvida, dentre os quais será destacada a possibilidade representada pelos investimentos em serviços de infraestrutura.

BECKETT (2009) traz contribuições recentes sobre os investimentos em infraestrutura e destaca a rentabilidade desses instrumentos comparados a diversas alternativas de alocação, avaliadas num período de cinco anos, nos USA.

Histórico de rentabilidade entre diversas modalidades de investimentos			
Retornos de investimentos	Retorno projetado	Volatilidade anualizada	5% dos piores desempenhos
Títulos públicos (duração 5 anos)	5,20%	4,40%	3,10%
Ações	8,10%	18,20%	1,10%
Imóveis	7,00%	9,50%	-1,30%
Infraestrutura	9,30%	7,90%	-1,50%
Risco privado	10,00%	30,20%	-7,30%

Fonte: BECKETT 2009

Correlação entre diversas classes de investimentos					
Correlações	Títulos públicos (duração 5 anos)	Ações	Imóveis	Infraestrutura	Risco privado
Títulos públicos (duração 5 anos)	100%	11,00%	40%	20%	6%
Ações		100%	8%	15%	34%
Imóveis			100%	21%	5%
Infraestrutura				100%	12%
Risco privado					100%

Fonte: BECKETT 2009

É de destacar a rentabilidade dos investimentos em infraestrutura, que assumem a segunda posição nesse quesito, somente atrás dos investimentos em *private equity*⁸. Os investimentos em infraestrutura superam os investimentos imobiliários, ações e títulos públicos com duração de cinco anos. Quanto à volatilidade, ponto de atenção para investidores institucionais, as alocações em infraestrutura ficam posicionadas novamente na penúltima colocação (segunda opção menos volátil), à frente dos títulos públicos.

A correlação entre classes de investimento (quanto maior, mais próximo será o comportamento do título) destaca a oportunidade de investir em infraestrutura por conta da baixa correlação com os ativos de renda fixa e renda variável. Como é bem-vindo, do ponto de vista de prudência, ter carteira de investimentos diversificada, trata-se de um indicador positivo.

Outra informação relevante disponível no trabalho de BECKETT, diz respeito à rentabilidade dos serviços de infraestrutura, quando comparado aos demais investimentos, ao longo de dez anos, compreendidos entre o terceiro trimestre de 1995 e o segundo trimestre de 2006, descrito no próximo quadro:

⁸ Modalidade de alocação em que o investidor promove a aquisição de parcela muito expressiva da participação acionária de uma empresa ou conglomerado empresarial, na forma de investimento direto.

Rentabilidade média em 10 anos - Infraestrutura comparada a outras modalidades de alocação		
Classe de ativos	Retorno médio anual	Índice de Sharpe
Infraestrutura composta	22,38%	1,05
Rodovias pedagiadas	25,65%	0,82
Aeroportos	8,05%	0,08
Serviços públicos	21,93%	1,05
Investimento direto	10,90%	3,67
Fundos de investimentos cotados em bolsa	13,75%	1,04
Ações	12,91%	0,67
Títulos públicos	7,20%	0,39

Fonte: BECKETT 2009

Nesse período, a rentabilidade média dos investimentos em serviços de infraestrutura foi substancialmente superior ao das demais classes de ativos, com destaques para a exploração das concessões de rodovias, com desempenho de 25,65% ao ano. É adequado considerar que ao longo de 10 anos, o mercado de ações viveu diversas oscilações negativas, o que comprometeu a indústria de renda variável como um todo, de acordo com BECKETT. O quadro descreve a posição favorável que os investimentos em infraestrutura assumem frente às alocações de maior volatilidade e risco, como ações e propriedade direta.

A explicação para esse quadro é que os investimentos em ativos reais, estabelecidos em contexto de geração de receitas recorrentes e de longo prazo, com alta previsibilidade de demanda e atualização de tarifas aderentes aos índices de inflação de varejo, são alternativa mais rentável que renda fixa e mais segura que as opções de renda variável e crédito privado, que agregam maior volatilidade e risco.

Dadas as perspectivas e condições gerais para as alocações em serviços de infraestrutura, o mercado tem capturado de modo inequívoco essas oportunidades, na forma de volumes crescentes de instrumentos de investimentos dedicados à exploração desses serviços. De acordo com BECKETT (2009), essas iniciativas têm apresentado elevadas taxas de crescimento. Trata-se de uma interessante oportunidade a ser avaliada e, eventualmente explorada, pelos agentes locais.

4. A provável convergência dos fundos de pensão brasileiros ao padrão dos países centrais e os investimentos alternativos em serviços de infraestrutura

Os fundos de pensão brasileiros têm descrito trajetória aderente aos seus pares nos países centrais para questões como gestão de riscos operacionais, mudanças nos padrões dos planos de benefícios e aspectos relativos à governança. A principal exceção diz respeito aos portfólios de investimentos dos agentes locais que, pelas razões descritas anteriormente, permaneceram

concentrados em títulos do Tesouro Nacional. Esse padrão de alocação deve sofrer significativa alteração, a partir do novo contexto de rolagem da dívida pública local.

As condições gerais dos fundos brasileiros de menor porte indicam que esses agentes não estão adequadamente preparados para lidar com os desafios de avaliar adequadamente os riscos envolvidos nos investimentos em ativos securitizados de dívida privada e instrumentos daí originados. Dessa forma, é de se esperar que se apoiem, como tem sido o padrão histórico, nas consultorias de investimentos e empresas de *asset management*, que podem viver situações de conflito de interesse e emitir pareceres que não evidenciem de modo claro o bastante os riscos envolvidos em futuras tomadas de posição, na dinâmica de acumulação inserida em uma realidade de investimentos com risco privado em ativos securitizados. Ainda sobre a perspectiva de migrar dos títulos públicos para alocações em títulos privados, vale ressaltar que as emissões privadas são normalmente definidas em padrões de rentabilidade relativos às emissões soberanas. Assim, quando o prêmio para rolagem da dívida pública sofre redução, os títulos da dívida privada devem sofrer impacto relativo. Dessa forma, ainda que em ritmo menos intenso, a remuneração gerada a partir das emissões de títulos privados sofrerá redução e impactará os portfólios dos agentes. Estratégias de retorno absoluto, como alocações em serviços de infraestrutura podem ser atraentes nesse contexto.

Como alternativa ao caminho provável do mercado e, numa iniciativa de antecipar o movimento que é hoje uma realidade bem-sucedida nos países centrais, serão abordados a seguir os investimentos em serviços de infraestrutura, como oportunidade para todos os agentes do mercado brasileiro de fundos de pensão, descrevendo as principais especificidades e aspectos relevantes desses investimentos no contexto local.

A exploração eficiente dos serviços de infraestrutura é um desafio quando comparado às demais modalidades de investimentos. É essencial compreender as peculiaridades dessas atividades para que os fundos de pensão possam ingressar de modo seguro, rentável, equilibrado e sustentável nessas atividades, estabelecendo um elo positivo entre os seus interesses e os da sociedade brasileira.

A baixa participação histórica de provedores privados nos serviços brasileiros de infraestrutura é descrita por FERREIRA (1995), que destaca o fato desses investimentos guardarem riscos muito superiores aos de implantação de um empreendimento industrial e explica que o projeto industrial apresenta maior versatilidade do que a obra de infraestrutura, bem como perfil de risco menor, por contar com prazo de maturação reduzido. Além disso, a planta industrial apresenta alta rentabilidade inicial, superior à da infraestrutura. O desafio dos investimentos em serviços de

infraestrutura é superar a fase de construção, garantindo operacionalidade efetiva, para gerar fluxo de caixa e amortizar o custo de implantação, garantindo fluxo positivo por prazos extensos.

Projetos de infraestrutura absorvem volumes expressivos de investimentos em sua implantação. Suas fontes de financiamento devem caracterizar-se por prazos muito amplos. Ao entrar em operação, a obra de infraestrutura gera fluxo de rendimentos com alta estabilidade e continuidade, sendo menos instável e altamente previsível quanto à geração de receitas, além de apresentar baixo nível de obsolescência, em comparação aos investimentos industriais.

Os serviços de infraestrutura podem ser entendidos como destino indicado aos investimentos dos fundos de pensão, como substitutos aos títulos da dívida pública. Os grandes fundos de pensão locais já iniciaram o movimento de alocação de recursos nesses investimentos. Uma comprovação dessa afirmação está descrita em reportagem do periódico *Investidor Institucional* (2012), que destaca o aumento do interesse dos fundos de pensão nos investimentos em infraestrutura e destaca o esforço do BNDES em estruturar um fundo específico para garantir liquidez a debêntures de empresas do setor de infraestrutura. Na reportagem é possível verificar que a estruturação desses investimentos é orientada aos fundos de pensão de maior porte. Além disso, o foco das alocações é orientado a arquiteturas que não necessariamente envolvam investimentos diretos, como é o caso do fundo que promoverá alocações em debêntures. Atualmente, a principal iniciativa de investimento direto em serviços de infraestrutura pelos fundos de pensão é a da INVEPAR⁹.

O entendimento dos aspectos relativos à viabilidade econômica dos serviços de infraestrutura é central. Para elucidar de forma adequada essa questão, serão analisadas duas alternativas para compreender os principais aspectos relativos à rentabilidade de investimentos locais em serviços de infraestrutura. A primeira iniciativa é a de administração de concessões de rodovias e meios de transporte e a segunda, de serviços de saneamento básico.

No caso brasileiro há especificidades relativas ao marco regulatório e prazo de maturação das alocações realizadas nesses serviços. Para os serviços de concessões rodoviárias e transportes metropolitanos essa viabilidade é evidente, por conta de questões relativas à maturidade do marco regulatório, eficiência operacional e equipes de gestão diretamente ligadas aos empreendimentos.

⁹ De acordo com informações disponíveis no sítio da empresa, a INVEPAR foi constituída em 2000, pela construtora OAS e PREVI. PETROS e FUNCEF ingressaram como acionistas em 2009, época em que o consórcio venceu disputa para explorar o metrô do Rio de Janeiro e a Concessionária Auto Raposo Tavares. Em 2010, a INVEPAR venceu disputa pela administração das rodovias Bahia Norte e Rio-Teresópolis. Recentemente a INVEPAR venceu o leilão para explorar o Aeroporto Internacional de Guarulhos, com investimentos previstos da ordem de R\$ 16 bilhões.

Em seu trabalho, LOPES (2012) concentrou a atenção sobre os indicadores de receita líquida, lucro líquido e EBITDA¹⁰ do grupo CCR. A partir dessa análise, pode-se afirmar que a atividade desenvolvida pelas empresas desse conglomerado, com predomínio absoluto das atividades de concessões de rodovias, apresenta alta rentabilidade, com tendências claras de crescimento, apoiado no crescimento da frota de veículos, que potencializa o tráfego em sua malha viária.

As demonstrações dos principais resultados relativos ao ano de 2011, comparados a 2010 são muito atrativas e estão destacadas no quadro a seguir:

Evolução anual - Indicadores CCR			
Indicadores	2010	2011	Variação
Lucro líquido (R\$ Milhões)	671	899	34%
Receita líquida (R\$ Bilhões)	3,7	4,6	24%

Fonte: Relatório anual CCR 2011

Informações complementares dão conta de que o EBITDA da CCR cresceu 30% no período, enquanto a margem sobre o EBITDA teve incremento de 4%, crescendo de 59,8% para 64,1%. O salto na margem operacional da empresa é explicado pela combinação positiva do incremento de tráfego com maior disciplina de custos, que gerou redução de gastos com serviços de terceiros da ordem de 15,9% na visão comparada 2010 x 2011. Merece destaque a evolução no volume de tráfego, que desde o quarto trimestre de 2006 até o final de 2011 apresenta crescimento anual composto da ordem de 12,7%. Vale ressaltar que, do total geral das receitas da CCR, 98% são indexados pela variação do IPCA. A diferença é indexada por IGPM. Mais de 90% das receitas da empresa estão relacionadas à sua atividade fim (cobrança de pedágio), o que torna evidente a eficiência operacional das empresas e inequívoca a compreensão de resultado dos empreendimentos, deixando menos espaço para manobras contábeis.

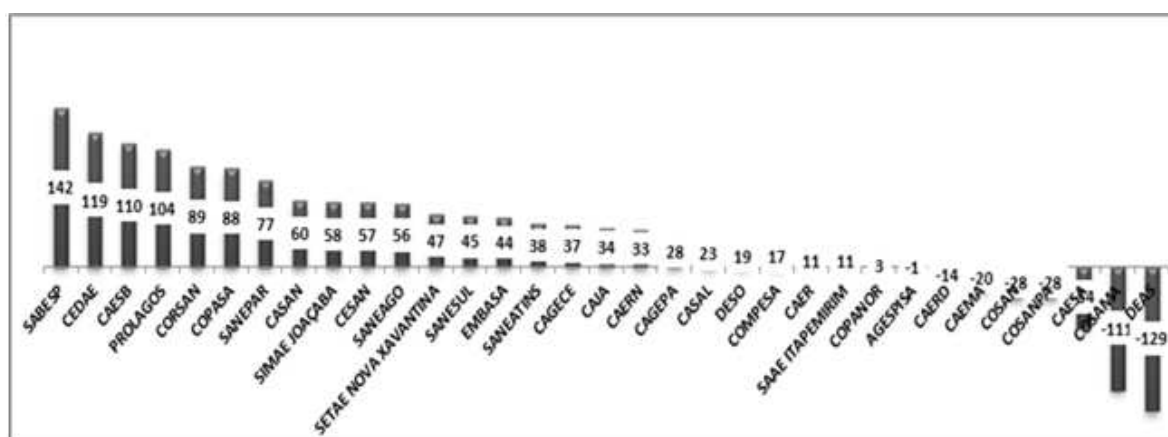
Uma constatação positiva aos objetivos deste trabalho, mas negativa aos investidores em ações do grupo CCR, diz respeito à evolução no preço das ações da empresa, a CCRO3, que ao longo do mesmo período teve uma queda da ordem de 74% no horizonte de um ano, deslocando-se do patamar de R\$ 46,90 para R\$ 12,22 por ação emitida. Os resultados operacionais das empresas de modo algum explicam tamanha retração no valor das ações da empresa. A queda pode ser

¹⁰ VASCONCELOS (2001) afirma que o EBITDA reflete a capacidade de geração de caixa operacional por parte da empresa, se ela não quiser expandir ou tiver que substituir ativos depreciados.

entendida por conta do mercado de natureza especulativa em que se tornou o universo dos investimentos em bolsas de valores.

No caso da administração de serviços de saneamento, cuja atratividade e o potencial de geração de bons resultados são menos evidentes, é necessário promover análises e investigações mais profundas a fim de identificar condição positiva sobre sua viabilidade. O marco regulatório recente e o crescimento da participação de agentes privados na exploração desses serviços são sinais preliminares de que esse sistema está a ingressar numa nova fase de exploração, que parte de equipes qualificadas e orientadas a buscar maior eficiência na administração desses empreendimentos. Além disso, em análise específica das empresas estaduais de saneamento, desenvolvida por LOPES (2012), foi possível constatar perspectivas muito favoráveis para a maioria dessas empresas e entender que as principais barreiras a superar sejam representadas pelas adequadas fontes de financiamento e qualificação das equipes técnicas responsáveis por gerir as operações, aspectos que podem ser superados a partir da adoção de novos padrões de gestão e de investimentos realizados pelos fundos de pensão.

O quadro a seguir descreve o indicador de EBITDA por habitante das empresas estaduais de saneamento básico que desenvolvem atividade no País:



Fonte: LOPES 2012

A partir das análises descritas, tem-se um indicativo favorável de que os investimentos em serviços de infraestrutura tem expressiva probabilidade de sucesso no caso brasileiro. De qualquer forma, é preciso analisá-los com a devida profundidade, para materializar os potenciais de rentabilidade aos participantes dos fundos de pensão e garantir os pagamentos de rendas futuras, com menor volatilidade e riscos para todo o sistema.

No caso dos fundos de menor porte é essencial avaliar os instrumentos jurídicos que viabilizem os investimentos em serviços de infraestrutura, uma vez que a possibilidade de fazê-lo

via investimento direto é muito limitada, dadas as questões de equipes técnicas, volumes de investimentos necessários em cada empreendimento e nível de concentração em oportunidades pontuais. Uma possibilidade de viabilizar o ingresso dos fundos de pensão de menor porte em investimentos nos serviços de infraestrutura, superando as limitações identificadas, é através dos fundos de investimentos em participações - FIP's. Esses instrumentos são concebidos para aglutinar recursos de diversos investidores na forma de alocação em empreendimentos produtivos, que podem ser configurados para ter prazos de maturação substancialmente extensos e, nesses casos, contam com a possibilidade de estabelecer restrições efetivas de acesso à liquidez aos cotistas, o que deve limitar situações de volatilidade e restringir movimentos especulativos.

Se formatados adequadamente, os fundos de investimentos em participações são instrumentos muito eficientes, que podem materializar de modo adequado o processo de investimentos dos fundos de pensão com menores volumes de reservas matemáticas sob gestão, superando entraves como a excessiva concentração num único investimento, limitações quanto às competências técnicas, conhecimentos e habilidades das equipes de gestão dos empreendimentos. Além disso, a depender da configuração do instrumento, esses fundos podem contar com tratamento tributário diferenciado¹¹, o que pode configurar um atrativo complementar a atrair mais investidores para tais oportunidades. Dessa forma, a totalidade do mercado brasileiro de fundos de pensão passaria contar com uma alternativa de alocação atraente sob o ponto de vista de rentabilidade de longo prazo, além de benefícios complementares gerados pela menor volatilidade e exposição a riscos.

Uma observação relevante sobre os investimentos em serviços de infraestrutura diz respeito aos investimentos Ponzi, que no contexto atual podem ser materializados pelos investimentos em projetos embrionários e muito ambiciosos¹². CONCEIÇÃO (2009) destaca o alerta de Minsky para o risco dos esses investimentos em momentos de alta liquidez com taxas de retorno sobre investimentos estáveis e baixo custo de crédito, que podem alimentar a demanda por ativos de baixa liquidez, num processo que se retroalimenta, de modo a gerar o aumento recorrente de preços e a bolha especulativa. Uma iniciativa prudente para minimizar esse risco é a de promover os

¹¹ Em condições específicas, esses instrumentos contam com o benefício de isenção de tributação sobre a distribuição de rendimentos, sendo que esse benefício é condicionado ao estabelecido na Lei 12.431, de 27 de junho de 2011, conforme VOTORANTIM (2012).

¹² Reportagem da Folha de São Paulo de 09 de julho de 2010 afirma que o governo federal obteve compromisso dos fundos de pensão FUNCEF e PETROS, de realizar investimentos na usina de Belo Monte, em cotas que variam de 7,5 a 10% de participação no total da obra e a notícia publicada em 19 de julho de 2010, pelo periódico O Globo, que afirma o interesse dos fundos de pensão PETROS, PREVI e FUNCEF em participar da implantação do trem de alta velocidade que ligará Campinas ao Rio de Janeiro, com 33% do capital da empresa.

investimentos em operações já em fase operacional, com oportunidades de capturar ganhos de eficiência operacional ou ampliar capacidade produtiva.

É recomendável que se promova os investimentos iniciais nas operações com recursos próprios, sem descartar a possibilidade de estabelecer as fases posteriores de modernização, aperfeiçoamento e ampliação com fontes externas de financiamento, de modo a potencializar o investimento inicial e garantir melhor desempenho às alocações realizadas, observando sistematicamente aspectos como prazos de liquidação e custo de crédito.

O processo de transição de portfólio é aspecto crucial. Compreendidos o potencial de rentabilidade e os benefícios envolvidos na complementação das carteiras de investimentos tradicionais com alocações em serviços de infraestrutura, é relevante entender como promover a renovação das carteiras, de modo a evitar rupturas abruptas ou movimentos de excessiva concentração, que possam representar riscos desnecessários e indesejáveis aos fundos de pensão e seus participantes, especialmente os relativos à interrupção de geração de caixa nas novas carteiras, uma vez que os investimentos em infraestrutura só apresentam condições de gerar caixa se estiverem em fase operacional.

A perspectiva de adotar um instrumento eficaz para viabilizar a transição dos portfólios pode ser altamente recomendável e potencializar ganhos para todo o sistema. Uma alternativa para garantir estabilidade e segurança ao processo de transição são as ferramentas de modelagem ALM - *Asset Liability Management*¹³, que os fundos de pensão utilizam em seus processos de avaliação de aderência entre a geração de caixa de suas carteiras e as obrigações futuras com seus participantes.

De acordo com PELLICOLI (2011), a decisão sobre onde investir no longo prazo e a participação ideal de cada modalidade de aplicação é fundamental para honrar os compromissos de pagamento dos benefícios de complementação de aposentadoria. Uma questão decorrente desse contexto diz respeito a como obter a composição mais equilibrada, mantendo a capacidade de pagamento dos benefícios no longo prazo sem abrir mão da rentabilidade. A decisão do gestor é crucial, pois é desse balanço que os participantes serão beneficiados – ou não – na aposentadoria.

O Conselho Monetário Nacional (CMN), através da resolução 3792 – artigo 5º. estabelece que a alocação dos recursos deve observar a modalidade do plano de benefícios, suas especificidades e as características de suas obrigações, com o objetivo de manter o equilíbrio entre os ativos e passivos. Há diversas modalidades de ALM disponíveis no mercado e inúmeras maneiras de se

¹³ As ferramentas de ALM são desenvolvidas a partir de modelos estatístico-atuariais e têm como objetivo minimizar o risco de descasamento entre o fluxo de pagamentos para participantes aposentados e geração de recursos dos portfólios de investimentos dos fundos de pensão.

trabalhar com o problema de definir a carteira de investimentos de um plano de previdência, a partir das características dos ativos que compõem os portfólios de investimentos e os prováveis fluxos de desembolsos futuros, caracterizados pelas especificidades dos planos de benefícios de cada fundo de pensão e de cada grupo de participantes.

As ferramentas de ALM ressaltam a necessidade de alinhar o portfólio de investimentos dos fundos de pensão às características de seus planos de benefícios, de modo a garantir estabilidade aos participantes e à patrocinadora, quanto à solvência do plano e ao fluxo de desembolso para fazer frente aos pagamentos de benefícios. A observância desses estudos pode mitigar os riscos e apoiar o gestor do fundo de pensão a balancear as carteiras de investimento, garantindo maior estabilidade ao sistema. Esses instrumentos podem assumir papel relevante no processo de avaliação, montagem e adequação dos novos portfólios de investimentos dos fundos de pensão, que deverão considerar as especificidades dos investimentos em infraestrutura no processo de adequação dos fluxos de caixa. Trata-se de um cuidado essencial, para evitar riscos de interrupção nos fluxos de geração de receita ou eventual suspensão nos pagamentos de benefícios, que podem gerar desgastes e demandar a liquidação de ativos com potencial de rentabilidade futura, para fazer frente aos pagamentos, algo que o prévio planejamento pode superar com segurança.

5. Comentários Finais

O contexto de dominância financeira que se estabeleceu a partir de meados dos anos 1970 redefiniu as articulações entre empresas e os agentes de mercado, além de ditar um novo padrão de acumulação capitalista. O capitalismo financeiro submeteu as empresas a um novo padrão de gestão, em que a valorização bursátil é a essência e o objetivo principal dos administradores. Por essa razão os fundos de pensão, potenciais geradores de riscos para as empresas em questão, passam a ser reconfigurados de modo que evitem riscos aos demonstrativos contábeis de seus patrocinadores, o que define uma nova relação entre esses agentes e seus participantes, agora convencidos de que os ganhos dos novos planos de benefícios superam as perdas. A nova realidade apresenta-se com benefícios expressos pela maior liberdade para buscar ganhos superiores e o conceito de complementação de aposentadoria cede espaço ao de contas de investimento.

As observações de HOBSON (1906) quanto à natureza dos financistas e as advertências de MINSKY (1982) sobre a volatilidade gerada a partir das inovações financeiras confirmam-se com os episódios de perdas substanciais em investimentos realizados pelos fundos de pensão nos países centrais, em ativos securitizados de risco privado, sem que os estruturadores de tais investimentos sofressem impactos financeiros significativos, representados por compartilhamento de riscos ou direito de regresso em caso de *default* dos emissores.

O mercado brasileiro de fundos de pensão ainda não ingressou na realidade das finanças securitizadas, em grande medida graças à debilidade das finanças públicas que garantiram rentabilidades atraentes aos compradores dos títulos do Tesouro Nacional. No contexto atual, em que a necessidade de *funding* do Estado brasileiro reconfigurou-se e os prêmios para rolagem da dívida pública encontram-se em patamares substancialmente inferiores aos verificados nos últimos 30 anos, os fundos de pensão locais encontram-se frente a uma realidade diferente de toda a sua história, com o benefício de poderem se amparar no aprendizado prévio de seus pares nos países centrais.

Os agentes de maior porte têm desenvolvido novas alternativas para promoverem alocações em investimentos inovadores, dando atenção às oportunidades de explorar serviços de infraestrutura na forma de investimento direto, uma estratégia que parece ser mais eficaz do que ingressar nos mercados de bolsa de valores, cuja natureza comprovou ser especulativa. Os fundos com menores volumes de reservas matemáticas sob gestão, responsáveis pela maioria absoluta de participantes do sistema brasileiro de fundos de pensão, não contam com equipes tão robustas quanto seus pares de maior escala e parecem ser potencialmente mais propensos a ingressarem nas alocações de maior risco, em títulos de risco privado, cujas características mais peculiares e análise de riscos nem sempre são realizadas de modo suficiente pelos agentes responsáveis por tais atribuições. A perspectiva de promover investimentos em serviços de infraestrutura por esses agentes torna-se viável a partir de estruturas como fundos de investimentos em participações, que limitam acesso à liquidez e conseguem agregar benefícios como redução de volatilidade e pulverização dos investimentos em diversos empreendimentos. É bem-vinda a possibilidade de fomentar a disseminação dessas estruturas entre os fundos de pensão locais de menor porte, inclusive avaliando a possibilidade de posicionar agentes públicos liderando o processo de estruturação dessas soluções.

Sobre os serviços de infraestrutura, as experiências internacionais confirmam tratar-se de uma alternativa atraente aos fundos de pensão, por suas características de geração de receitas de longo prazo e baixo nível de obsolescência dos investimentos ali realizados, com adequado equilíbrio entre rentabilidade e risco. Confirmam essa afirmação os volumes crescentes de recursos alocados nesses empreendimentos. Quanto ao contexto brasileiro, é necessário avaliar as condições gerais de marco regulatório, além de contar com equipes competentes e aptas à sua exploração. Os resultados obtidos pelas concessionárias de serviços rodoviários e o ingresso recente de agentes privados em serviços de saneamento básico reforçam a perspectiva positiva sobre tais alocações.

Os fundos de pensão brasileiros estão diante de um momento único, representado pela oportunidade de definir seu futuro a partir da experiência de seus pares nos países centrais, sem a

necessidade de arcar com os custos decorrentes de processos empíricos de aprendizagem, cujos impactos podem ser demasiadamente negativos aos seus participantes. Trata-se de uma oportunidade inquestionável de fortalecer os serviços de infraestrutura em território brasileiro, com benefícios evidentes para os fundos de pensão e encadeamentos positivos para toda a sociedade.

Referências Bibliográficas

- ABRAPP/ICSS/SINDAP. Consolidado estatístico junho 2012. Consulta ao 25/11/12
http://www.abrapp.org.br/Documentos%20Publicos/ConsolidadoEstatistico_06_2012.pdf
- BECKETT, S. Fondos de pensiones e inversiones en infraestructura. Inversiones y Pensiones en los Sistemas de Capitalizacion.
http://www.fiap.cl/prontus_fiap/site/artic/20101125/asocfile/20101125131626/sheila_beckett.pdf FIAP - Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones. Chile 2009.
- BRAGA, J.C.S. A financeirização da riqueza: A macroestrutura financeira e a nova dinâmica dos capitalismos centrais. Revista Economia e Sociedade. nº 2, de agosto de 1993. Campinas.
- CATÃO, G. C. Securitização de recebíveis no setor bancário brasileiro - um estudo multi caso. 2006. João Pessoa.
- CCR - Companhia de Concessões Rodoviárias. Apresentação de resultados 4º. Trimestre 11 e informações aos acionistas. LINK <http://ccr.riweb.com.br/Default.aspx> visita no dia 08/04/2012.
- CHESNAIS, F. A finança mundializada - raízes sociais e políticas, configuração, consequências. 2005. 1ª. edição são Paulo.
- CONCEIÇÃO, D. N. Nota Técnica Introdutória ao artigo “A Hipótese da Instabilidade Financeira”, de Hyman P. Minsky. Revista OIKOS – volume 8 número 2 – RIO DE JANEIRO. 2009.
- COSTA, F. N. - Comparando capitalismos financeiros - Texto para Discussão. IE/UNICAMP, maio. 2009.
- EXAME. Consulta ao site do periódico, realizada em 07 de novembro de 2012.
<http://exame.abril.com.br/noticia/fundos-de-pensao-investem-em-infraestrutura>
- FERREIRA, C.K. (1995). O Financiamento da indústria e infraestrutura no Brasil: crédito de longo prazo e mercado de capitais. Campinas, IE-UNICAMP. (tese de doutoramento). (mimeo).

FOLHA DE SÃO PAULO. Edição de 09 de julho de 2010. Fundos garantem obra de Belo Monte.

LINK <http://www1.folha.uol.com.br/mercado/764332-fundos-garantem-obra-de-belo-monte.shtml>.

HOBSON, J. A. A evolução do capitalismo moderno. Um estudo da produção mecanizada. 1906. ed. Abril 1ª. edição 1996. Coleção Os Economistas. São Paulo

HOEFLING, C. J. D. Fundos de pensão e a obrigação do patrocinador no resultado deficitário do plano de benefício definido. Experiências norte-americana e brasileira. São Paulo. 2008. 1ª. edição.

INVESTIDOR INSTITUCIONAL. Edição de julho de 2012. Sobe o interesse em participação.

LIMA, M. V. Um estudo sobre finanças comportamentais. RAE Eletrônica. Volume 2. Número 1. Janeiro – Junho 2003.

LOPES, G. N. Serviços de infraestrutura como opção de investimentos para os fundos de pensão brasileiros. Campinas. 2012 (dissertação de mestrado). (mimeo).

MINSKY, H. Can “it” happen again? Essays on instability and finance. New York: M. E. Sharpe, 1982.

O GLOBO. Ed. de 19 de julho de 2010. Fundos de pensão entrarão no Trem-bala. LINK [www.google.com.br/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CFEQFjAA&url=http://oglobo.globo.com/economia/fundos-de-pensao-entrarao-no-trem-bala-2977294&ei=5VIdUNWMFuHa0QG86oD4Dg&usg=AFQjCNFSF0S2JZa8l6lMFSe0Fy5Ri-NMZA](http://oglobo.globo.com/economia/fundos-de-pensao-entrarao-no-trem-bala-2977294&ei=5VIdUNWMFuHa0QG86oD4Dg&usg=AFQjCNFSF0S2JZa8l6lMFSe0Fy5Ri-NMZA).

SACHS, I. Internacionalização da economia ou desenvolvimento endógeno. Os lances da crise no Brasil. Revista de Economia Política. Volume 4, número 3. Julho – setembro de 1984.

Trajetória de juros – Selic meta anual link <http://www.bcb.gov.br/?COPOMJUROS>. Visita 01/03/2012.

Títulos do Tesouro Nacional disponíveis para negociação – link http://www.tesouro.fazenda.gov.br/tesouro_direto/consulta_titulos/consultatitulos.asp. Visita 16/02/2013.

VASCONCELOS, Y. L. EBITDA retrato do desempenho operacional. INFORMAÇÕES OBJETIVAS - IOB - IOB COMENTA 49/2001.

VOTORANTIM ASSET MANAGEMENT. Perguntas e Respostas. Fundos de investimento em participações em infraestrutura BB Votorantim Energia Sustentável I, II, III*. 2012. São Paulo.