ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Silva, Mauro Santos

Working Paper

Fundos de investimento e financiamento de projetos de infraestrutura: :uma leitura da configuração institucional e do desempenho operacional do FI-FGTS

Texto para Discussão, No. 2486

Provided in Cooperation with:
Institute of Applied Economic Research (ipea), Brasília

Suggested Citation: Silva, Mauro Santos (2019) : Fundos de investimento e financiamento de projetos de infraestrutura: :uma leitura da configuração institucional e do desempenho operacional do FI-FGTS, Texto para Discussão, No. 2486, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), Brasília

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/211437

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

TEXTO PARA DISCUSSÃO

2486

FUNDOS DE INVESTIMENTO E FINANCIAMENTO DE PROJETOS DE INFRAESTRUTURA: UMA LEITURA DA CONFIGURAÇÃO INSTITUCIONAL E DO DESEMPENHO OPERACIONAL DO FI-FGTS

Mauro Santos Silva

ipea

2486
TEXTO PARA DISCUSSÃO
Brasília, julho de 2019

FUNDOS DE INVESTIMENTO E FINANCIAMENTO DE PROJETOS DE INFRAESTRUTURA: UMA LEITURA DA CONFIGURAÇÃO INSTITUCIONAL E DO DESEMPENHO OPERACIONAL DO FI-FGTS[1]

Mauro Santos Silva[2]

1. O autor agradece a Adriana Nunes Ferreira (Instituto de Economia/Universidade Estadual de Campinas – Unicamp), Josué Alfredo Pellegrini (Instituição Fiscal Independente/Senado Federal) e Luis Carlos Garcia de Magalhães (Ipea) pelos comentários e pelas recomendações, isentando-os por quaisquer erros, limites e omissões remanescentes.
2. Especialista em políticas públicas e gestão governamental do Ministério da Economia, em exercício no Ipea, e docente permanente no Programa de Mestrado em Governança e Desenvolvimento da Escola Nacional de Administração Pública (Enap).

Governo Federal

Ministério da Economia
Ministro Paulo Guedes

ipea **Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada**

Fundação pública vinculada ao Ministério da Economia, o Ipea fornece suporte técnico e institucional às ações governamentais – possibilitando a formulação de inúmeras políticas públicas e programas de desenvolvimento brasileiros – e disponibiliza, para a sociedade, pesquisas e estudos realizados por seus técnicos.

Presidente
Carlos von Doellinger

Diretor de Desenvolvimento Institucional, Substituto
Manoel Rodrigues dos Santos Junior

Diretor de Estudos e Políticas do Estado, das Instituições e da Democracia
Alexandre de Ávila Gomide

Diretor de Estudos e Políticas Macroeconômicas
José Ronaldo de Castro Souza Júnior

Diretor de Estudos e Políticas Regionais, Urbanas e Ambientais
Aristides Monteiro Neto

Diretor de Estudos e Políticas Setoriais de Inovação e Infraestrutura
André Tortato Rauen

Diretora de Estudos e Políticas Sociais
Lenita Maria Turchi

Diretor de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais
Ivan Tiago Machado Oliveira

Assessora-chefe de Imprensa e Comunicação
Mylena Fiori

Ouvidoria: http://www.ipea.gov.br/ouvidoria
URL: http://www.ipea.gov.br

Texto para Discussão

Publicação seriada que divulga resultados de estudos e pesquisas em desenvolvimento pelo Ipea com o objetivo de fomentar o debate e oferecer subsídios à formulação e avaliação de políticas públicas.

© Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – **ipea** 2019

Texto para discussão / Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.- Brasília : Rio de Janeiro : Ipea , 1990-

ISSN 1415-4765

1.Brasil. 2.Aspectos Econômicos. 3.Aspectos Sociais. I. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.

CDD 330.908

As publicações do Ipea estão disponíveis para *download* gratuito nos formatos PDF (todas) e EPUB (livros e periódicos). Acesse: http://www.ipea.gov.br/portal/publicacoes

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou do Ministério da Economia.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.

JEL: G20; H00; H54; H81; 016.

SUMÁRIO

SINOPSE

ABSTRACT

1 INTRODUÇÃO 7

2 INFRAESTRUTURA E CRESCIMENTO ECONÔMICO 9

3 INDÚSTRIA DE FUNDOS DE INVESTIMENTO E FINANCIAMENTO DA INFRAESTRUTURA NO BRASIL 12

4 FI-FGTS: MOBILIZAÇÃO DE CAPITAIS E POLÍTICA DE ALOCAÇÃO DE RECURSOS 25

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS 40

REFERÊNCIAS 46

SINOPSE

Este texto apresenta uma análise exploratória do arranjo institucional do Fundo de Investimento do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FI-FGTS) com o objetivo principal de analisar a configuração institucional e o desempenho operacional do FI. Esse instrumento foi instituído pela Lei nº 11.491/2007, no âmbito do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), destinado a canalizar recursos financeiros do FGTS para alocação em instrumentos de participação societária (*equity*) e instrumento de dívida corporativa (*debt*) originados no mercado de capitais doméstico e associados a empreendimentos de infraestrutura. O desenvolvimento dos trabalhos tomou por base a análise da legislação, dos demonstrativos financeiros, dos relatórios de administração e das bases de dados geradas pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima) e pela Caixa Econômica Federal. Os resultados apontam que a instituição do FI-FGTS ampliou a disponibilidade de recursos para financiamento de projetos de infraestrutura, mas não produziu efeito em termos de alongamento da estrutura do passivo (*funding*), apenas deslocou recursos do mercado de crédito para o mercado de capitais. O padrão de operacionalização observado evidenciou a existência de um triplo *gap*: baixo índice de subscrição de cotas por parte do FGTS, baixo índice de integralização das cotas subscritas e baixo índice de execução orçamentária.

Palavras-chave: financiamento; investimento; infraestrutura; instituições.

ABSTRACT

This paper presents an exploratory analysis of the institutional arrangement of the Fund of Investment of Guarantee of the Time of Service (FI-FGTS, in Portuguese) with the main objective of assessing the institutional configuration and the operational performance of FI-FGTS. This instrument was established by Act n. 11.491/2007, within the scope of the Growth Acceleration Program (PAC, in Portuguese), aimed at channeling financial resources of the FGTS for allocation in equity instruments and corporate debt instruments issued in the domestic capital market and associated with infrastructure projects. The research was based on an analysis of the legislation, financial statements, management reports, and databases generated by the Brazilian Association of Financial

and Capital Market Entities (Anbima, in Portuguese) and Caixa Econômica Federal. The results indicate that the institution of the FI-FGTS increased the availability of resources to finance infrastructure projects, but it did not have an effect in terms of increasing funding as it only shifted resources from the credit market to the capital market. The observed operational pattern evidenced the existence of a triple gap: low FGTS quota subscription rate, low paid-in subscription rate, and low budget execution rate.

Keywords: financing; investment; infrastructure; institutions.

1 INTRODUÇÃO

Uma das mais importantes questões recentes no mundo das finanças globais é definir como desenhar corretamente a estrutura de funding *dos investimentos de longo prazo. A discussão se tornou premente, em especial, para nações recém-desenvolvidas e economias emergentes, seja pela crescente demanda de investimentos em infraestrutura – como transporte, energia, saneamento –, seja pelas mudanças na regulação bancária pós-crise de 2008, seja pelas restrições fiscais do setor público* (Oliveira Filho, 2013, p. 357).

Este texto apresenta uma análise exploratória do arranjo institucional[1] do Fundo de Investimento do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FI-FGTS). O objetivo principal é analisar a configuração institucional e o desempenho operacional do FI à luz dos objetivos declarados pelo governo por ocasião da apresentação de proposição ao Congresso Nacional, conforme Exposição de Motivos Interministerial (EMI) nº 2, de 17 de janeiro de 2007, do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), do Ministério da Fazenda (MF) e do Ministério das Cidades (MCidades). São observados dois aspectos, o mecanismo de mobilização de capital baseado em poupança compulsória parafiscal e a política de investimento mediante operações de dívida (*debt*) e participações (*equity*) originadas no mercado de capitais. O desenvolvimento dos trabalhos tomou por base a análise da legislação, dos demonstrativos financeiros, dos relatórios de administração e das bases de dados geradas pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima) e pela Caixa Econômica Federal (Caixa).

O FI-FGTS foi instituído pela Lei nº 11.491/2007, no âmbito do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), destinado a canalizar recursos financeiros do FGTS[2] para alocação em instrumentos de participação societária (*equity*) e de dívida corporativa (*debt*) originados no mercado de capitais doméstico e associados a empreendimentos de infraestrutura.[3] No âmbito infralegal, é regulado primordialmente pela Instrução nº 462/2007, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e pela Resolução

1. O conceito de *arranjo institucional* é adotado nos termos propostos por Davis e North (1971, p. 6-7). O arranjo institucional é um conjunto de regras infraconstitucionais que define parâmetros de organização e funcionamento de segmentos específicos de atividades do sistema econômico, inclusive padrões de contratação e adaptação, competição e cooperação entre os agentes.
2. O FGTS também será identificado neste trabalho pelo termo fundo, e o FI-FGTS, pelos termos FI e Fundo de Investimento.
3. Os investimentos podem ser realizados diretamente pelo FI-FGTS ou mediante aplicações em fundos de investimento orientados com atuação direcionada para projetos de infraestrutura.

nº 860/2017, do Conselho Curador do FGTS (CCFGTS). A singularidade desse veículo de investimento motivou a CVM a editar uma instrução específica para disciplinar seus procedimentos de governança. O FI-FGTS, cujo patrimônio é segregado do patrimônio do FGTS, não possui personalidade jurídica e estrutura operacional própria, é administrado e representado judicial e extrajudicialmente pela Caixa e está sujeito às regras estabelecidas pela CVM para as operações privadas convencionais realizadas no mercado de capitais.

A importância do tema desta publicação é evidenciada pela literatura e pela agenda de políticas públicas desenvolvidas no âmbito da economia brasileira. O desenvolvimento de mercados, instituições e instrumentos financeiros (estrutura financeira) constitui um componente importante para o desenvolvimento econômico à medida que exercem, em bons termos, as funções relacionadas à provisão de recursos financeiros para investimentos: a mobilização de poupança, a alocação de capital, a negociação de risco e o monitoramento e a facilitação de negócios (Levine, 1997, p. 688-689). No âmbito da economia brasileira, a baixa funcionalidade do mercado financeiro na provisão de recursos para investimento de longo prazo em infraestrutura acabou por gerar, para o bem ou para o mal, instrumentos não convencionais, que articulam poupança compulsória, direcionamento de crédito, subsídios e processo alocativo deliberados por órgãos colegiados sob influência estatal. O FI-FGTS é um exemplo de instrumento dessa natureza que mobiliza um expressivo volume de ativos e canaliza recursos para um rol diversificado de setores. Nesses termos, demanda análises e reflexões orientadas à avaliação da sua funcionalidade ao financiamento do investimento em infraestrutura.

O texto está organizado em cinco seções. Após esta introdução, a seção 2 define o conceito de infraestrutura, ressalta as particularidades dos ativos e discute sobre a importância de investimentos nesse setor para a produtividade e a competitividade da economia. A seção 3 comenta sobre a indústria de fundos de investimento no âmbito internacional e no Brasil. A seção 4 analisa a estratégia de mobilização de capital e comenta a política de aplicação financeira do FI-FGTS. Por fim, a seção 5 tece considerações finais sobre os principais aspectos referentes às questões analisadas neste trabalho.

2 INFRAESTRUTURA E CRESCIMENTO ECONÔMICO

Esta seção apresenta uma definição para o conceito de infraestrutura econômica, ressalta as particularidades dos ativos e a repercussão dessa singularidade para a estruturação de arquiteturas financeiras necessárias ao seu financiamento, e comenta sobre a importância de investimentos em infraestrutura para o padrão de produtividade e competitividade da economia.

2.1 Definição, caracterização dos ativos e composição do setor de infraestrutura econômica

O conceito de infraestrutura é usado neste texto para designar uma classe de ativos físicos, com natureza associada a bens públicos e/ou a monopólio natural, que demandam investimentos de grande porte, apresentam mapa de riscos complexos e longo prazo de maturação. Esses ativos são usados como insumos e agregam valor por uma vasta gama de atividades produtivas empresariais (custos e benefícios privados) e produzem múltiplos efeitos de externalidades sobre um rol ainda mais expressivo de atividades relacionadas à vida econômica e social. Essas particularidades ampliam a complexidade do processo de estruturação de arquiteturas de financiamento do investimento em projetos dessa natureza.

Nesse universo são considerados os setores de petróleo e gás natural, energia elétrica (geração, transmissão e distribuição), telecomunicações, logística (rodovias, ferrovias, hidrovias, portos e aeroportos), mobilidade urbana, saneamento (abastecimento de água, esgotamento sanitário, drenagem de águas pluviais, tratamento de resíduos sólidos) e infraestrutura hídrica.

A natureza ou a característica dos ativos envolvidos em uma transação repercute na composição da estrutura de capital dos projetos de investimento, ou seja, nas proporções de uso de capital próprio e do capital de terceiros mobilizado mediante dívida (Pohlmann *et al.*, 2004, p. 29). Quanto maiores e mais complexas a matriz de riscos e as incertezas relacionadas aos projetos, maior a complexidade do processo de estruturação de operações de financiamento e os custos de mecanismos garantidores. Quanto mais

intensa a proporção de ativos específicos[4] em um projeto de investimento, maiores os custos de transação associados à opção por financiamento baseado em capital de terceiros mediante emissão de dívida, fato relacionado aos custos de proteção demandados pelos credores.

A diversidade de atributos dos ativos torna os contratos relacionados à provisão de infraestrutura mais complexos e incompletos, fato que amplia os riscos e as incertezas e demanda mecanismos de adaptações recorrentes. Essa configuração de riscos e incertezas necessita de estruturação de arquiteturas complexas de mobilização de capitais e via de regra demanda grau de participação estatal no arranjo institucional híbrido orientado ao financiamento de investimentos de ativos dessa natureza (Silva, 2018a, p. 68).

Ao comentar sobre a institucionalidade do financiamento do investimento na economia brasileira, Biasoto Júnior e Afonso (2017, p. 200) destacam a importância da arbitragem estatal na mobilização de poupança, mas também ressaltam "que a intervenção num novo patamar de desenvolvimento capitalista exige novos instrumentos e reordenamentos institucionais relevantes". No âmbito da economia brasileira, a estruturação de mecanismos de financiamento de grandes projetos de investimento em infraestrutura também é afetada pelas restrições fiscais do Estado, fato que exige maior esforço em termos de desenvolvimento de novas institucionalidades. De acordo com Oliveira Filho (2013, p. 357), o desenho de estruturas de *funding* para investimento de longo prazo é uma agenda que se tornou premente em razão da expansão da demanda por investimentos, das mudanças na regulação prudencial bancária e da ampliação das restrições fiscais do setor público.

2.2 Infraestrutura, produtividade e crescimento econômico

A expansão de investimentos em estoque de capital de infraestrutura e em serviços a estes associados impacta a economia positivamente mediante redução de custos de produção, facilitação de acesso a mercados e novas oportunidades de negócios. A literatura apresenta um vasto número de trabalhos, baseados em diferentes escolhas metodológi-

4. Para uma leitura das questões relacionadas à especificidade de ativos e aos custos de transação em projetos de infraestrutura, ver Fiani (2018, p. 113).

cas, que apresentam evidências empíricas dos impactos positivos em termos de ampliação da produção agregada e da produtividade dos fatores de produção.

Em trabalho seminal neste campo de estudos, Aschauer (1989) analisou os efeitos do gasto público sobre a produtividade agregada da economia americana no período entre 1949 e 1985. As evidências apontam que os gastos governamentais em infraestrutura (rodovias e aeroportos, eletricidade e gás, água e esgoto) influenciaram de modo significativo os ganhos de produtividade. O resultado estima que, para cada variação de 1,00% no investimento público, houve um aumento de até 0,39% no produto. Já o efeito sobre a produtividade é estimado em até 0,49%.

No Brasil, um trabalho clássico sobre os efeitos da infraestrutura sobre o produto e a produtividade foi desenvolvido por Ferreira e Malliagros (1998). Os autores estimaram as elasticidades do produto e da produtividade em relação ao capital e ao investimento em infraestrutura (energia elétrica, telecomunicações, ferrovias, rodovias e portos) na economia no período entre 1950 e 1995. O resultado encontrado indica que, para cada variação de 1,00% no investimento público e privado em infraestrutura, há um aumento de até 0,39% no produto interno bruto (PIB). O efeito sobre a produtividade total dos fatores é estimado em até 0,38%. Os impactos mais expressivos foram observados em relação aos investimentos nos segmentos elétrico, de transporte rodoviário e de telecomunicações.

Em um estudo financiado pelo comitê de pesquisas do Banco Mundial, Straub (2008) analisou 64 trabalhos empíricos, referentes a diversos países, publicados no período entre 1989 e 2007, e encontrou resultados positivos e expressivos para os efeitos dos investimentos públicos e privados em estoque de capital em infraestrutura sobre o crescimento do produto e da produtividade das economias nacionais analisadas. Estes resultados foram obtidos para os estudos mais antigos, denominados como de primeira geração, bem como para os mais novos, identificados como de segunda geração. Os textos observados no *survey* apresentaram ampla diversidade em termos de metodologia, número de setores de infraestrutura, período e abrangência geográfica. Os resultados positivos foram identificados para países em diferentes estágios de desenvolvimento. Alguns deles faziam referência específica à América Latina.

Em outro *survey* da literatura internacional, publicada entre 1990 e 2010, Pereira e Andraz (2013) analisaram estudos que avaliam os efeitos dos investimentos públicos em infraestrutura sobre o desempenho econômico. Os resultados apontam para impactos positivos dos investimentos sobre a produção e a produtividade das firmas, afirmação válida para estudos relativos ao produto e à produtividade do país, de regiões dentro de cada país, e também para setores industriais específicos. Há divergências em termos de magnitude destes efeitos. Um aspecto especialmente relevante é o fato de a magnitude dos efeitos ser substancialmente maior para países subdesenvolvidos, onde o estoque de capital na infraestrutura é significativamente menor que nos países desenvolvidos.

Portanto, as literaturas nacional e internacional, baseadas em metodologias diferenciadas, apresentam evidências que confirmam a hipótese de que o investimento em infraestrutura produz efeitos positivos sobre o desempenho do produto e da produtividade total dos fatores da economia. No entanto, as grandezas desses impactos variam expressivamente entre diferentes segmentos da infraestrutura, entre países, e ao longo do tempo em um mesmo país. Em síntese, estas e outras evidências observadas na literatura contribuem para, conforme Afonso, Pinto e Fajardo (2016, p. 163), a formação de "um consenso, quase unanimidade, entre analistas da economia brasileira, que é premente privilegiar o investimento como caminho indispensável para a retomada do crescimento".

3 INDÚSTRIA DE FUNDOS DE INVESTIMENTO E FINANCIAMENTO DA INFRAESTRUTURA NO BRASIL

Esta seção apresenta os elementos fundamentais da configuração da indústria de fundos de investimento no Brasil. São ressaltados os aspectos relacionados ao desenho do ambiente regulatório, baseado na nova regulamentação infralegal firmada pela CVM por meio da Instrução nº 555, de 17 de dezembro de 2014, e ao perfil da indústria, tomando por referência a base de dados disponibilizada pela Anbima. Essa análise contribuirá para o entendimento do papel reservado a um fundo de investimento híbrido como o FI-FGTS, orientado ao financiamento da infraestrutura, no âmbito de uma indústria ampla, diversificada e com grau elevado de sofisticação dos instrumentos de regulação e supervisão de mercado.

3.1 Configuração institucional da indústria de fundos de investimento

Os fundos de investimento foram originalmente admitidos no âmbito do sistema financeiro no Brasil pela Lei nº 4.728/1965, que disciplina o mercado de capitais. Nessa perspectiva, a Lei nº 10.303/2001 atribuiu à CVM competência para regulação desses veículos de investimento, e a Instrução CVM nº 555/2014 regulamentou o mercado de fundos de investimento no Brasil.[5]

O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, uma modalidade de investimento coletivo que mobiliza recursos de investidores individuais e institucionais, constituída sob a forma de condomínio, destinada à aplicação exclusiva em ativos financeiros, aqui incluídos títulos públicos, ações, debêntures, cotas de outros fundos de investimento etc. É constituído por cotas que representam a fração ideal do próprio patrimônio. O condomínio pode ser aberto, condição em que os cotistas podem solicitar o resgate de cotas ao longo do prazo de duração, conforme definido em regulamento, excluída a hipótese de cessão ou transferência; ou fechado, caso em que o resgate de cotas é restrito ao término do prazo de duração do fundo, admitida a hipótese de cessão ou transferência ao longo do prazo de duração do fundo.

A administração de fundo de investimento envolve a execução de um conjunto de serviços que podem ser realizados diretamente pelo administrador ou contratados junto a terceiros, devidamente habilitados e autorizados a atuar pela autoridade reguladora do mercado de capitais. O quadro 1 apresenta um desenho da rede de agentes e serviços associados à administração de fundos de investimento.

QUADRO 1
Modelo de administração de um fundo de investimento

Agentes	Serviços/atribuições
Administrador	Cria o fundo, elabora o regulamento, contrata os prestadores de serviços (casos em que opta pela terceirização)[1] e define inclusive a classe de riscos primordiais que serão focalizados na formação da carteira de investimentos.
Gestor	Operacionaliza a política de investimentos. Portanto, define a estratégia de constituição da carteira de investimento, os volumes e o momento de realização das operações de compra e venda de ativos.
Distribuidor	Realiza as operações de venda de cotas do fundo para os investidores/cotistas.

(Continua)

5. A CVM também dispõe de instruções normativas que regulamentam fundos específicos, dentre eles: Fundo de Investimento Imobiliário (FII), Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) e Fundo de Investimento em Participações (FIP).

(Continuação)

Agentes	Serviços/atribuições
Custodiante	Cuida da guarda dos ativos, inclusive o registro dos direitos e a realização da liquidação financeira das obrigações, em resposta às ordens emitidas pelo gestor.
Auditor independente	Analisa a consistência e a qualidade das informações contábeis e financeiras do fundo.
Agência de risco	Realiza os cálculos e a elaboração do relatório de classificação de risco do fundo de investimento.

Elaboração do autor.
Nota: [1] Serviços sujeitos à terceirização: gestão da carteira, consultoria de investimentos, atividades de tesouraria, distribuição das cotas, escrituração de emissão e de resgate das cotas e custódia dos ativos financeiros. Os serviços de auditoria independente e classificação de risco são, necessariamente, contratos no mercado.

Os encargos relacionados aos fundos de investimento envolvem dois componentes fundamentais: a taxa de administração e a taxa de *performance*, ambas definidas pela assembleia geral dos cotistas. A taxa de administração é paga pelo investidor ao administrador em decorrência dos serviços financeiros prestados e, em geral, é cobrada com base em uma porcentagem que incide anualmente sobre o patrimônio líquido (PL) do fundo. A taxa de *performance* incide sobre a parcela da rentabilidade do fundo que excede um determinado índice de referência (*benchmark*), que deve, necessariamente, ser previamente definido, originado por fonte independente e compatível com a configuração da política de investimento do fundo. A incidência da taxa de *performance* é restrita à parcela que excede a 100% do índice de referência. Um exemplo de indicador dessa natureza é a taxa de remuneração dos Certificados de Depósitos Interbancários (CDIs).

Os cotistas também possuem custos tributários incidentes sobre os rendimentos. De modo a incentivar o alongamento das aplicações, as alíquotas sofrem redução à medida que a aplicação é estendida no tempo (curto ou longo prazo). As alíquotas do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) vão de 96% na aplicação por um dia a 0% nas aplicações superiores a trinta dias. As alíquotas do Imposto de Renda (IR) também seguem a regra de incentivo ao alongamento das aplicações, a exceção fica por conta dos fundos de ações, de acordo com a tabela 1.

TABELA 1
Classificação dos fundos de investimento para efeitos de incidência de IR

Fundos	Prazo de aplicação (dias)	Alíquotas (%)
Fundos de ações	Independente do prazo	15,0
Fundos de curto prazo	Até 180	22,5
	Entre 181 e 360	20,0

(Continua)

(Continuação)

Fundos	Prazo de aplicação (dias)	Alíquotas (%)
Fundos de longo prazo	Até 180	22,5
	Entre 181 e 360	20,0
	Entre 361 e 720	17,5
	Acima de 720	15,0

Elaboração do autor.

As aplicações em fundos de investimento envolvem exposição a riscos. Não há garantias prestadas pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro, nem mesmo pelo fundo garantidor de crédito. A regulação (Instrução CVM nº 555/2014) requer que os cotistas, no ato de assinatura do termo de adesão, manifestem formalmente a ciência aos riscos dessas operações. Os fundos possuem uma denominação de uso obrigatório que é indicativa do principal fator de risco da respectiva carteira de investimentos, conforme o quadro 2. Para cada uma das classes de fundos, é requerido um determinado volume mínimo de aplicação em ativos associados aos fatores de risco de referência. A única exceção são os fundos multimercado.

QUADRO 2
Classificação de fundos de investimento segundo os fatores de risco preponderantes na composição da carteira da classe

Classe de fundos	Fator de risco	Composição da carteira
Renda fixa	Taxa de juros, índice de preços ou ambos.	No mínimo 80% em ativos relacionados aos fatores de risco da classe.
Ações	Variação de preço de ações admitidas à negociação em mercados organizados.	No mínimo 67% em ativos relacionados aos fatores de risco da classe.
Cambial	Variação de preço de moeda estrangeira ou cupom cambial.	No mínimo 80% em ativos relacionados aos fatores de risco da classe.
Multimercado	Diversos.	Não há compromisso de concentração em fator(es) de risco(s) de nenhuma classe.

Elaboração do autor.

A Instrução CVM nº 555/2014 também regulamenta os fundos de investimento em cotas de fundos de investimento (FICs) e os fundos de acesso restrito. Os FICs possuem o compromisso de aplicação de, no mínimo, 95% dos recursos em fundos de investimento de uma mesma classe de ativos. A exceção são os FICs classificados como multimercado, para os quais é aberta a possibilidade de aplicação em cotas de fundos de classes distintas. Os fundos de investimento de acesso restrito, derivados de uma lógica de proteção ao investidor, são destinados especificamente para o público cujo

perfil sinalize capacidade de gestão de riscos e, consequentemente, competência para operar com ativos mais sofisticados. São eles: *i*) investidores profissionais – instituições financeiras, investidores não residentes, pessoas jurídicas não financeiras e pessoas físicas com investimentos em valores superiores a R$ 10 milhões; *ii*) investidores qualificados – investidores profissionais, pessoas jurídicas não financeiras e pessoas físicas com investimentos em valores superiores a R$ 1 milhão; e *iii*) fundos de previdência para entidades abertas e fechadas de previdência privada e para regimes próprios de previdência social instituídos no âmbito do setor público.

A regulamentação de fundos de investimento também normatiza as operações dos denominados fundos estruturados, não regulamentados pela Instrução CVM nº 555/2014, mas sim por instruções normativas específicas também expedidas pela Comissão. As três principais modalidades deste segmento são: *i*) FIDC ou fundo de recebíveis, aloca recursos em títulos representativos de crédito originados nos diversos segmentos da atividade econômica; *ii*) FIPs, orientados a investimentos em ações ou outros papéis conversíveis ou permutáveis em ações; e *iii*) FIIs, constituídos por títulos referentes a investimento imobiliário ou lastreados em investimento dessa natureza (Ferreira, 2015, p. 33).

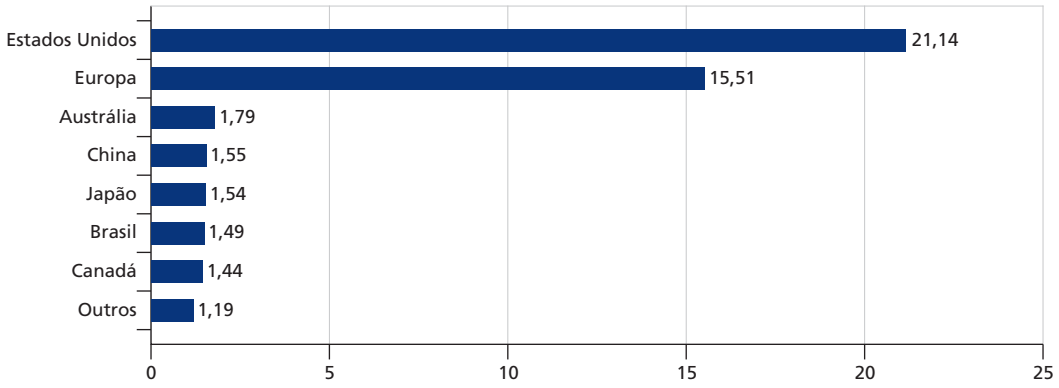
A importância dos fundos de investimento como instrumentos de intermediação no âmbito do mercado financeiro, ou seja, a sua capacidade para mobilizar grandes massas de recursos para investimentos está fortemente associada a, pelo menos, cinco fatores fundamentais. São eles: *i*) a competitividade dos fatores determinantes da rentabilidade ponderada pelo risco; *ii*) o baixo custo de transação para investimento em segmentos de mercados complexos, que demandam gestão especializada e volume expressivo de recursos para o alcance de uma escala mínima de eficiência; *iii*) a estrutura de incentivos tributários relacionados ao IOF e ao IR; *iv*) a disponibilidade de constituição de carteiras com diferentes perfis de liquidez; e *v*) a possibilidade de constituição de carteiras com padrão elevado de diversificação de riscos.

3.2 Perfil da indústria de fundos de investimento no Brasil

A indústria de fundos de investimento regulamentados no mundo alcançou, no terceiro quadrimestre de 2018, um ativo total da ordem de € 45,64 trilhões, segundo o *International statistical release,* publicado pelo European Fund and Asset Management Association (Efama) em 2018, com base em informações captadas em 47 paí-

ses. Aproximadamente 80% do mercado mundial é concentrado nos Estados Unidos e na Europa. Outras cinco economias respondem pela quase totalidade da parcela complementar do mercado mundial. O Brasil faz parte deste grupo seleto, conforme demonstrado no gráfico 1.

GRÁFICO 1
Ativo total dos fundos de investimento no mundo (terceiro quadrimestre de 2018)
(Em € trilhões)



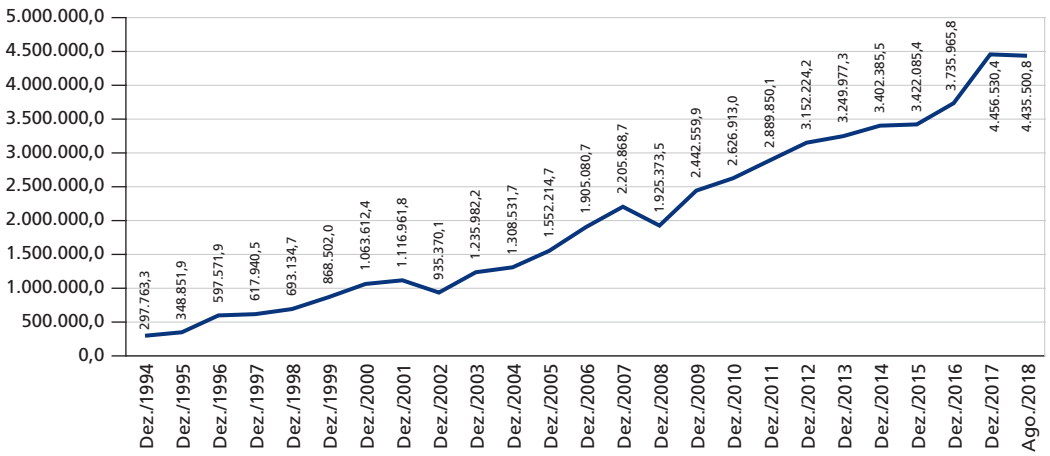
Fonte: Efama (2018).
Elaboração do autor.

No âmbito do mercado internacional, os recursos mobilizados por esses veículos de investimento estão aplicados primordialmente em fundos de longo prazo (*long term flows*), que tendem a combinar menor liquidez, maior exposição de riscos e expectativas de maior rentabilidade. Este grupo é composto por participações no capital em empresas (*equity*), o restante é igualmente dividido entre títulos de dívida emitidos por empresas e governos (*bonds*) e por títulos híbridos (*balanced mixed*). Os recursos direcionados para fundos de curto prazo (*market money flows*), mais líquidos e menos rentáveis, alcançam apenas uma parcela equivalente a 10% do ativo total da indústria de fundos, segundo os dados do Efama (2018). No entanto, essa configuração não expressa o perfil dos mercados emergentes – inclusive o Brasil –, nos quais os investimentos de curto prazo compõem uma parcela próxima a 90% da carteira de fundos. Nesse contexto, isso reforça as dificuldades históricas desses mercados em promover o alongamento de passivos, requisito da maior relevância para investimentos em ativos com longo prazo de maturação como é o caso dos ativos de infraestrutura.

Esse perfil de investimentos com forte viés de curto prazo e lastreado em títulos públicos federais parece estar associado às características institucionais da gestão da dívida pública, caracterizada pela presença de título indexado à taxa Selic (Letras Financeiras do Tesouro – LFTs), pelas operações compromissadas e por uma expressiva capacidade dos investidores de arbitrarem rentabilidades e prazos dos títulos de sua carteira em relação às expectativas de inflação e juros.[6]

A indústria de fundos de investimento observou uma longa trajetória de expansão real do PL total dos fundos de investimento no Brasil entre 1994 e 2018, inclusive no período posterior à eclosão da crise financeira internacional em 2007 e de suas repercussões na economia brasileira. O gráfico 2 evidencia a evolução histórica do PL total dos fundos de investimento no país durante esse período. Os dados são de dezembro de cada ano, à exceção de 2018, cujo dado é do mês de agosto. Os valores, em milhões de reais, são constantes e dizem respeito a julho de 2018, deflacionados pelo Índice Geral de Preços-Disponibilidade Interna da Fundação Getulio Vargas (IGP-DI/FGV).

GRÁFICO 2
Evolução do PL dos fundos de investimento (1994-2018)
(Em R$)



Fonte: Anbima. Disponível em: <https://bit.ly/2IS4MhS>.
Elaboração do autor.

6. Para uma leitura dessa hipótese, ver Magalhães e Costa (2018, p. 41-49).

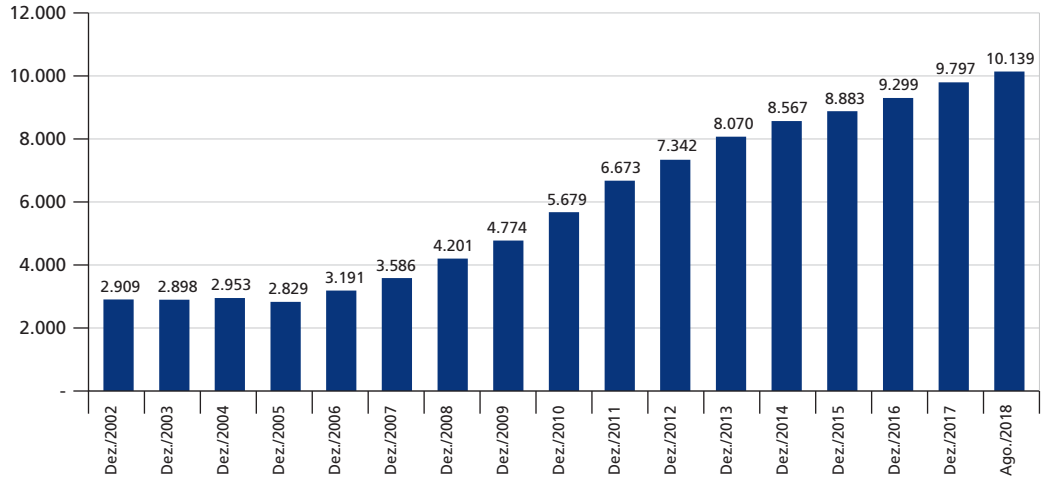
A evolução acelerada do volume de recursos financeiros alocados mediante este veículo de investimento foi determinada, em especial, pelos efeitos decorrentes da estabilidade macroeconômica obtida após a transição do regime de alta para o regime de baixa inflação, em meados da década de 1990, e por um expressivo grau de aperfeiçoamento institucional no que diz respeito aos aspectos regulatórios e de governança, fixados por resoluções do Banco Central do Brasil (BCB) e por instruções da CVM. O desenvolvimento da autorregulação (adesão voluntária) e a modernização de institucionalidades relacionadas à negociação, à liquidação e à custódia também favoreceram a expansão da indústria de fundos de investimento (Pinho Neto, 2011, p. 13-15).

Houve uma ampliação das classes de fundos. Inicialmente orientados por força de instrumentos regulatórios para a renda variável (foco no mercado de ações), os fundos passaram, após a superação das restrições regulatórias, a aportar recursos na renda fixa (foco em títulos públicos) e, posteriormente, alcançaram outras classes de ativos, inclusive, multimercado e, mais recentemente, infraestrutura. As regras de divulgação de informações (*disclosure*) passaram por aperfeiçoamentos sucessivos; além disso, a gestão de riscos das carteiras de investimento foi aprimorada e alinhada ao padrão de sofisticação das novas operações que passaram a envolver, até mesmo, o uso de derivativos como mecanismo de *hedge* em mercados futuros, de opções e de *swaps*. Houve unificação dos procedimentos regulatórios no âmbito da CVM.[7]

O volume de recursos está distribuído em um grande número de fundos. O gráfico 3 apresenta a evolução do número desse veículo de investimento no Brasil, entre 2002 e 2018, exclusive os FICs. Houve um crescimento permanente e expressivo a partir de 2007, no qual a curva ascendente resultou em uma variação superior a 200% na última informação disponível. De acordo com a *International statistical release* (Efama, 2018), atualmente, a quantidade de fundos existentes no Brasil é semelhante à observada na economia americana. Ademais, segundo Mizukawa (2015, p. 345), este fenômeno é produto do modelo regulatório que, entre outras particularidades, estabelece cotas e impede a diversificação das classes de ativos em um mesmo fundo (à exceção dos fundos estruturados) e, consequentemente, acaba por incentivar a multiplicação desses instrumentos.

7. Para um histórico da regulamentação dos fundos de investimento, ver Varga e Wengert (2011) e Ferreira (2015).

GRÁFICO 3
Evolução do número de fundos de investimento (2002-2018)



Fonte: Anbima. Disponível em: <https://bit.ly/2IS4MhS>.
Elaboração do autor.

A tabela 2 apresenta dados referentes à composição da base de investidores em fundos de investimento no Brasil no período entre 2008 e 2017. Os números relativos evidenciam uma expressiva estabilidade da composição da base. Os investidores institucionais constituem o principal segmento, com 40% do PL, composto quase que exclusivamente por entidades previdenciárias. Este fato é relevante em razão de a estrutura do passivo dessas entidades possuir um perfil de exigibilidade de longo prazo, portanto, em princípio, compatível com a estrutura de *funding* requerida por projetos de investimento em infraestrutura. Sobre esse segmento, Ferreira (2017, p. 19) observa uma mudança da composição no âmbito do segmento *investidores institucionais*, com redução das entidades fechadas de previdência complementar (EFPCs) de empresas públicas e ampliação da participação das entidades abertas de previdência complementar (EAPCs), sem que isso implique alteração em termos de estrutura de exigibilidade dos passivos.

Faz-se importante destacar que a poupança previdenciária compulsória dos regimes próprios dos servidores públicos, aplicada em fundos de investimento, está contabilizada no segmento *poder público*, fato que explica o crescimento, ainda que moderado, deste segmento ao longo dos dez últimos anos. Em uma análise baseada em uma série originada no ano 2000, Mizukawa (2015, p. 352) ressalta a redução dos investidores do

segmento *varejo* em razão de diferenciais regulatórios e tributários que tornaram estas aplicações menos interessantes quando comparadas a outros investimentos financeiros.

TABELA 2
Composição do PL por segmento de investidor (2008-2017)
(Em %)

Ano[1]	Investidores institucionais[2]	*Private*[3]	Varejo[4]	*Corporate*[5]	Poder público[6]	Outros investidores[7]
2008	40,4	12,5	20,7	11,7	6,5	8,2
2009	39,2	13,1	19,4	14,3	6,7	7,2
2010	40,3	13,3	17,2	15,1	6,4	7,7
2011	38,8	12,5	17,2	17,6	7,3	6,6
2012	37,5	15,0	16,0	16,0	7,9	7,5
2013	38,7	15,6	14,2	14,9	9,1	7,5
2014	38,9	15,1	15,3	14,9	8,7	7,1
2015	38,8	15,0	15,8	14,1	8,2	8,1
2016	37,8	16,0	16,4	13,8	8,2	7,6
2017	39,4	15,1	15,7	14,9	8,2	6,8

Fonte: Anbima. Disponível em: <https://bit.ly/2IS4MhS>.
Elaboração do autor.
Notas: [1] Dados de dezembro de cada ano para o período entre 2008 e 2015 e de outubro de cada ano para o período entre 2016 e 2017.
[2] EFPC de empresas públicas e de empresas privadas; EAPC de seguradoras, capitalização e fundo de investimentos.
[3] *Private:* grandes investidores pessoa física.
[4] Varejo e varejo de alta renda: pessoas físicas com investimentos inferiores ao *private*.
[5] *Corporate* e *middle market:* pessoas jurídicas.
[6] Governos federal, estaduais e municipais e regimes próprios de previdência complementar (RPPS).
[7] Inclusive investidores não residentes.

A composição do PL por classe de fundo de investimento (determinada pelos ativos e pela natureza dos fatores de risco a eles associados) é evidenciada na tabela 3, que apresenta dados, em valores monetários e em porcentagens, a preços de agosto de 2018. Os fundos de renda fixa e os multimercados respondem por, aproximadamente, dois terços da base das aplicações das carteiras de investimento, mantendo esta participação relativamente estável nos últimos dez anos. Os fundos de previdência e os fundos estruturados constituem as duas modalidades em trajetória ascendente permanente nos últimos dez anos. O grupo composto por outras classes de fundos de investimento perdeu participação relativa em razão, principalmente, do declínio dos valores alocados em fundos de ações.

TABELA 3
PL por classe de fundo de investimento (2002-2018)

Ano	Renda fixa		Multimercados		Previdência		Fundos estruturados		Outras classes de fundos	
	R$	%	R$	%	R$	%	R$	%	R$	%
2002	205.612,6	57,9	90.573,1	25,5	10.270,3	2,9	340,0	0,1	48.218,4	13,6
2003	284.298,5	55,1	141.997,6	27,5	22.231,4	4,3	1.362,3	0,3	65.739,5	12,7
2004	320.486,8	52,3	175.020,7	28,6	35.559,2	5,8	4.930,6	0,8	76.650,9	12,5
2005	465.910,9	63,0	127.366,1	17,2	50.629,1	6,9	12.640,6	1,7	82.432,1	11,2
2006	510.238,3	54,3	213.348,2	22,7	74.535,8	7,9	23.820,1	2,5	117.685,0	12,5
2007	545.333,9	47,0	276.059,4	23,8	92.560,1	8,0	35.428,6	3,1	210.535,2	18,2
2008	549.665,7	48,8	266.160,5	23,6	111.371,2	9,9	59.585,1	5,3	139.037,4	12,3
2009	618.938,3	44,1	335.983,8	23,9	148.996,4	10,6	78.875,6	5,6	220.273,4	15,7
2010	726.139,1	43,4	405.280,8	24,2	184.095,8	11,0	104.533,8	6,3	251.316,8	15,0
2011	911.217,9	46,9	400.501,5	20,6	230.979,2	11,9	156.906,2	8,1	241.661,0	12,4
2012	1.050.899,3	46,3	477.509,4	21,0	291.769,9	12,8	178.280,3	7,9	272.182,8	12,0
2013	1.121.370,8	45,4	509.311,1	20,6	330.942,6	13,4	237.156,4	9,6	270.947,2	11,0
2014	1.248.578,9	46,4	533.824,7	19,8	399.826,0	14,9	269.487,6	10,0	239.849,5	8,9
2015	1.409.639,9	47,1	588.878,0	19,7	494.486,7	16,5	307.315,1	10,3	194.127,2	6,5
2016	1.677.302,7	48,1	670.758,9	19,2	619.063,4	17,7	328.226,4	9,4	194.052,4	5,6
2017	1.916.119,0	46,2	845.120,5	20,4	730.940,5	17,6	377.758,0	9,1	278.568,5	6,7
2018	1.995.422,6	45,0	951.461,3	21,5	772.623,5	17,4	410.068,0	9,2	305.925,5	6,9

Fonte: Anbima. Disponível em: <https://bit.ly/2IS4MhS>.
Elaboração do autor.

Os fundos de renda fixa são constituídos primordialmente por títulos públicos federais e operações compromissadas lastreadas em títulos públicos federais, e, em menor escala, em títulos emitidos por corporações privadas. A rentabilidade, o perfil de baixo risco e a liquidez são fatores relevantes na determinação da primazia dos fundos constituídos por ativos de renda fixa. Os fundos multimercados dispõem como fator de atratividade o maior grau de liberdade alocativa, ou seja, não são subordinados a regras de concentração em ativos/fatores de risco, podendo inclusive fazer uso de derivativos para proteção e alavancagem da carteira. Esta configuração tende a envolver maior exposição ao risco e, consequentemente, maior expectativa de rentabilidade.

Os fundos de previdência são constituídos para receber aplicações de entidades de previdência. Sua composição admite diferentes tipos de ativos/fatores de risco e deve atender às normas fixadas pelas instituições reguladoras. Em estudo sobre a alocação do estoque de riqueza dos fundos de previdência complementar no Brasil, Conti (2016,

p. 21) apresenta evidências de um forte direcionamento alocativo (aproximadamente 60% da carteira) para a renda fixa, mais especificamente títulos públicos e fundos de investimento em renda fixa. Faz-se importante recordar que esses fundos alocam majoritariamente em títulos públicos, ofertantes de um padrão atrativo do binômio rentabilidade e risco.

Os fundos estruturados (FIP, FIDC e FII), restritos a investidores qualificados, alocam, pelo menos, 90% dos seus recursos em ativos relativos à participação societária em companhias abertas ou fechadas. Um aspecto singular desses fundos é a possibilidade de participação no processo decisório da sociedade investida sempre que dispuser de investimentos superiores a 15% do capital social da investida. O atendimento desse requisito permite o exercício de influência direta nas decisões estratégicas e na gestão da empresa.

Nesse segmento de fundos, há duas modalidades de fundos com perfil orientando a infraestrutura. São eles:

- o Fundo de Investimento em Participações Infraestrutura (FIP-IE), que investe em empresas desenvolvedoras de novos projetos de investimentos em infraestrutura nos setores de energia, transporte, água e saneamento, irrigação e outras área definidas como prioritárias pelo governo federal; e
- o FIDC ou fundo de recebíveis, que investe, pelo menos, 50% dos seus recursos em dívidas convertidas em títulos (processo de securitização) representativos de direitos derivados dos créditos que uma empresa tem a receber; procedimento não exclusivo, mas fortemente alinhado com as possibilidades de securitização provenientes dos fluxos de caixa esperados das sociedades de propósito específico que desenvolvem projeto de investimento em infraestrutura mediante contratos de concessão e de parceria público-privada (PPP).

Há uma terceira modalidade de fundo de investimento com viés de orientação para projetos de infraestrutura, mais especificamente para emissões de debêntures emitidas por sociedades de propósito específico, de certificados de recebíveis imobiliários e de cotas de emissão de FIDCs: o Fundo Incentivado de Investimento em Infraestrutura (FI-Infra), instituído pela Lei nº 12.431/2011, mas não foi contemplado no âmbito da regulação imposta pela Instrução CVM nº 555/2014.[8] O diferencial deste dispositivo é

8. A CVM publicou o Edital de Audiência Pública SDM nº 4/2018, com proposta de alteração da Instrução CVM nº 555/2014, de modo a incluir os dispositivos relativos aos fundos de investimento previstos no art. 3º da Lei nº 12.431/2011 (FI-Infra).

o incentivo tributário referente ao IR sendo a alíquota igual a zero para não residentes e igual a 15% para pessoas jurídicas sediadas no Brasil, aplicada sobre os rendimentos e os ganhos de capital auferidos por ocasião da comercialização das cotas.

A tabela 4 apresenta dados referentes à composição do PL dos fundos de investimento, por ativo financeiro. Os números evidenciam um forte direcionamento na ordem de, aproximadamente, 75% dos investimentos em títulos públicos ou em operações lastreadas em títulos públicos. Esse é um padrão clássico, mas a trajetória deste indicador assumiu uma forma côncava ao longo da série histórica (2007-2018), fato influenciado pelo comportamento prudencial do investidor – interessado por uma boa combinação da tríade rentabilidade, risco e liquidez – diante da crise econômica e política interna pós-2014.

TABELA 4
PL dos fundos de investimento por ativo (2007-2018)
(Em %)

Ano[1]	Títulos públicos federais	Operações compromissadas lastreadas em títulos públicos federais	**Total**	Outros ativos	**Total**
	(A)	(B)	**(C = A + B)**	(D)	**(E = C + D)**
2007	47,0	10,1	**57,1**	42,9	**100,0**
2008	41,5	16,0	**57,5**	42,5	**100,0**
2009	40,7	18,1	**58,7**	41,3	**100,0**
2010	39,9	17,5	**57,4**	42,6	**100,0**
2011	40,3	17,1	**57,4**	42,6	**100,0**
2012	40,4	19,3	**59,6**	40,4	**100,0**
2013	36,8	22,8	**59,5**	40,5	**100,0**
2014	35,2	26,2	**61,4**	38,6	**100,0**
2015	41,6	23,5	**65,1**	34,9	**100,0**
2016	47,1	23,7	**70,8**	29,2	**100,0**
2017	50,4	23,1	**73,5**	26,5	**100,0**
2018	49,2	23,8	**72,9**	27,1	**100,0**

Fonte: Anbima. Disponível em: <https://bit.ly/2IS4MhS>.
Elaboração do autor.
Nota: [1] Dados para dezembro de cada ano, à exceção de 2018, cujo dado é para o mês de agosto.

Os fatos evidenciados nesta seção revelam sinais de um paradoxo no âmbito do sistema financeiro no Brasil. Mesmo quando há instrumentos – como os fundos de investimento, que dispõem de um modo operacional compatível com a constituição de *funding* (alongamento de prazos) – e investidores institucionais – detentores de uma

estrutura de passivo com exigibilidade de longo prazo, como é o caso das entidades previdenciárias –, persiste o viés de curto prazo da alocação dos recursos em favor, especialmente, de títulos públicos e em detrimento de outras modalidades financeiras, como os títulos de dívida corporativa e as participações societárias referentes a projetos de investimentos de longo prazo, como aqueles relativos à infraestrutura econômica. Este viés de curto prazo da indústria de fundos de investimento abre espaço para o desenvolvimento de um arranjo institucional híbrido nos moldes do FI-FGTS, que mobiliza mecanismos de poupança compulsória combinada com direcionamento de crédito, cuja orientação aponta para a disponibilização de *funding* de longo prazo compatível com as necessidades de estruturação de passivos para financiamento de projetos de infraestrutura.

4 FI-FGTS: MOBILIZAÇÃO DE CAPITAIS E POLÍTICA DE ALOCAÇÃO DE RECURSOS

Esta seção realiza uma análise exploratória do FI-FGTS, que foi instituído pela Lei nº 11.491/2007 e baseado em instrumento de mobilização de capital associado a um mecanismo de poupança compulsória e nos procedimentos referentes à alocação de recursos mediante direcionamento de crédito a investimentos de infraestrutura, via operacionalização por instrumentos de participação societária (*equity*) e de dívida corporativa (*debt*), originados no mercado de capitais doméstico e associados a empreendimentos de infraestrutura. Este Fundo de Investimento é um condomínio aberto, com prazo de duração indeterminado, que possui patrimônio próprio, segregado do patrimônio do FGTS. O MCidades atua como gestor das suas aplicações, a Caixa atua como sua administradora patrimonial e representante judicial e extrajudicial, e o Banco Bradesco presta os serviços de custódia de títulos e valores mobiliários, tesouraria e controladoria de ativos e passivos.

4.1 A configuração das contas do FGTS e a estratégia de mobilização de capitais para o FI-FGTS

O FGTS é um instrumento de poupança compulsória de natureza extrafiscal (não compõe o orçamento do governo federal), cujos recursos, depositados em contas vinculadas pertencentes aos trabalhadores, são operacionalizados pela Caixa. A regulamentação infralegal e a gestão estratégica são atribuições de um conselho curador composto por representantes do governo, dos empresários e dos trabalhadores e presidido por representante do MTE, que delibera por maioria simples dos seus membros.

Os recursos do FGTS são originados de contribuições obrigatórias realizadas pelos empregadores e correspondentes a 8% da remuneração paga a cada trabalhador contratado, segundo os termos da Consolidação das Leis do Trabalho (CLT), trabalhadores domésticos e trabalhadores avulsos. Portanto, é uma espécie de salário diferido, pertencente e depositado em uma conta vinculada de cada trabalhador, mas requer condições especiais para movimentação.[9] Também constituem fonte de recursos do fundo os resultados das operações de crédito e das aplicações financeiras. O elemento fundamental das despesas é o pagamento das demandas de saque de recursos de contas vinculadas. Os depósitos são remunerados com base na Taxa Referencial (TR) – mesmo parâmetro estabelecido para atualização dos saldos dos depósitos de poupança – mais capitalização de 3% ao ano. Os titulares de conta vinculada também recebem anualmente um valor correspondente a 50% do resultado positivo auferido pelo fundo ao final de cada exercício financeiro, observando como regra de rateio a proporcionalidade em relação ao saldo de cada uma das contas vinculadas.

No período entre os depósitos e o saque, os recursos compõem uma poupança compulsória cujo prazo médio de exigibilidade por parte dos seus proprietários possui um perfil de longo prazo. Este fato permite a sua utilização como mecanismo institucional, extra mercado, de alongamento de passivo (*funding*), capaz de mediante direcionamento alocativo sustentar operações de financiamento de projetos de investimento em infraestrutura, mais especificamente nos setores de habitação popular (mínimo de 60% das aplicações), saneamento básico e infraestrutura urbana, observadas as diretrizes fixadas pelo CCFGTS.[10] O risco de crédito das aplicações do fundo é assumido integralmente pela Caixa.

A composição da estrutura do ativo do FGTS, tomando por referência os dados dos três últimos exercícios financeiros a valores deflacionados pelo IGP-DI para dezembro de 2017, conforme evidenciado na tabela 5, é formada primordialmente por *operações de crédito* (64% do valor do ativo em 2017). Estas são orientadas e direcionadas para contratos relacionados ao financiamento habitacional e em menor escala para a infraestrutura e o desenvolvimento urbano, fatos que evidenciam o perfil institucional

9. O art. 20 da Lei nº 8.036/1990 estabelece as dezenove situações que permitem movimentação de recursos da conta vinculada.
10. A Lei nº 8.036/1990 também admite a alocação de recursos do FGTS em operações de crédito destinadas às entidades hospitalares filantrópicas e sem fins lucrativos que participem de forma complementar do Sistema Único de Saúde (SUS). A Medida Provisória nº 848/2018 determinou que esta modalidade de aplicação receba uma alocação mínima da ordem de 5% dos recursos do fundo.

que remonta à tradição para a qual foi criado este mecanismo de financiamento de infraestrutura urbana.

Outro destino relevante das aplicações são os *títulos e valores mobiliários*, que mobilizaram 30% do valor do ativo em 2017. A maior parcela está aplicada em títulos públicos federais ou operações compromissadas. Segundo Pellegrini (2018, p. 5-6), uma parte desses recursos constitui um fundo de liquidez correspondente ao valor médio sacado das contas vinculadas nos últimos três meses, e a outra parte dos recursos está aplicada em títulos com vencimentos em prazo superior a três anos, mas que dispõe de mercado secundário líquido, o que permite a conversão em moeda para atendimento de demandas extraordinárias. O fato novo e relevante na estrutura das aplicações do fundo são as aplicações em *cotas de fundos de investimento*, em especial o FI-FGTS, mecanismo de investimento em títulos de dívida corporativa e de propriedade, instituído em 2007, e que já mobiliza 6,7% do ativo total do FGTS.

TABELA 5
Composição da estrutura do ativo do FGTS (2015-2017)

Contas	2015		2016		2017	
	R$	%	R$	%	R$	%
Ativo total	**488.404,4**	**100,0**	**503.158,9**	**100,0**	**496.855,0**	**100,0**
Disponibilidades e aplicações interfinanceiras de liquidez	63.397,7	13,0	48.311,8	9,6	17.420,8	3,5
Operações de crédito	260.330,4	53,3	280.907,0	55,8	317.792,4	64,0
Financiamento habitacional	220.298,6	45,1	239.199,5	47,5	278.397,4	56,0
Infraestrutura e desenvolvimento urbano	30.140,2	6,2	32.804,2	6,5	35.367,7	7,1
Refinanciamento de operações com o governo federal	9.891,6	2,0	8.903,2	1,8	4.027,3	0,8
Títulos e valores mobiliários	155.284,7	31,8	161.041,8	32,0	148.568,5	29,9
Títulos públicos federais	103.487,8	21,2	106.661,3	21,2	95.623,8	19,2
Cotas de fundos de investimento	40.551,0	8,3	35.222,0	7,0	37.199,1	7,5
FI-FGTS	32.984,5	6,8	31.627,8	6,3	33.456,1	6,7
FII-FGTS	7.139,3	1,5	3.240,1	0,6	3.589,9	0,7
FIDC	427,2	0,1	354,1	0,1	153,1	0,0
Certificação de Recebíveis Imobiliários (CRI)[1]	6.693,7	1,4	14.873,3	3,0	12.288,7	2,5
Debêntures	4.552,1	0,9	4.285,1	0,9	3.456,9	0,7
Outras contas do ativo[2]	9.391,6	1,9	12.898,3	2,6	13.073,3	2,6

Fontes: Caixa – balancetes resumidos do FGTS, referentes ao mês de dezembro dos exercícios financeiros de 2015, 2016 e 2017 (disponíveis em: <https://bit.ly/30TxVyY>) e Brasil (2016; 2017; 2018).
Elaboração do autor.
Notas: [1] Inclusive Letras de Crédito Imobiliário.
[2] Créditos vinculados e novos créditos.

A composição da estrutura do *passivo* – obrigações financeiras – do FGTS é simples e expressa a natureza de um mecanismo de poupança compulsória, conforme evidenciado na tabela 6. Os depósitos em contas vinculadas dos trabalhadores, realizados por empregadores, constituem a quase totalidade dos recursos mobilizados para a sustentação financeira do fundo. A zeragem do saldo da reserva técnica de contas inativas foi um fato atípico decorrente da autorização de saque de contas inativas concedida pela Lei nº 13.446/2017, com o propósito de ativar o consumo e, consequentemente, o nível de atividade da economia.

A singularidade da configuração institucional desta estrutura de passivo reside no fato destes depósitos possuírem natureza compulsória e disporem de um perfil de exigibilidade alongado no tempo (a solicitação de saques por seus proprietários deve observar, pelo menos, uma entre as dezenove condições estabelecidas no art. 20 da Lei nº 8.036/1990). Este fato, decorrente de escolhas associadas à política financeira estatal, permite a constituição de um mecanismo de *funding* – inclusive mediante integralização de cotas de fundos de investimento – compatível com os prazos requeridos pelas arquiteturas de financiamentos relacionados a projetos de investimento em infraestrutura.

O PL apresenta as disponibilidades pertencentes ao fundo em uma situação hipotética em que todas as obrigações (passivo) precisassem ser liquidadas com recursos mobilizados no âmbito dos direitos disponíveis ou a receber. Os valores do PL são de, aproximadamente, R$ 100 bilhões, segundo a média real apurada nos últimos três anos. Um fato relevante é que esse indicador tem como um dos componentes da sua construção os fluxos de resultados anuais positivos gerados nos últimos exercícios, mesmo em um ambiente de adversidades decorrentes da crise econômica e do cenário adverso do mercado formal de trabalho, fato relevante para a apuração dos resultados do fundo.

A partir de 2017, um novo dispositivo institucional instituído pela Lei nº 13.446/2017 passou a gerar efeitos sobre a distribuição de resultados: antes estes eram integralmente alocados na conta do próprio fundo, agora passaram a ter 50% do seu valor compartilhado com os titulares das contas vinculadas, mediante depósitos que observam proporcionalidade em relação ao saldo de cada conta. Esse procedimento implica uma mudança expressiva em termos de redução do movimento de acumulação de recursos próprios do fundo, oriundos da geração de resultados apurados em cada exercício.

TABELA 6
Composição da estrutura do passivo do FGTS (2015-2017)

Contas	2015		2016		2017	
	R$	%	R$	%	R$	%
Passivo total	**488.404,4**	**100,0**	**503.158,9**	**100,0**	**496.855,0**	**100,0**
Passivo	391.399,7	80,1	405.403,5	80,6	392.454,2	79,0
Depósitos vinculados	368.799,9	75,5	377.129,5	75,0	383.701,4	77,2
Reservas técnicas de contas inativas	18.940,6	3,9	18.134,2	3,6	-	0,0
Outras obrigações	3.659,2	0,7	10.139,8	2,0	8.752,8	1,8
PL	97.004,7	19,9	97.755,4	19,4	104.400,8	21,0
Contas do PL	82.779,0	16,9	83.257,6	16,5	91.936,3	18,5
Resultado	14.225,7	2,9	14497,8	2,9	12.464,5	2,5

Fontes: Caixa – balancetes resumidos do FGTS, referentes ao mês de dezembro de cada um dos exercícios financeiros de 2015, 2016 e 2017 (disponíveis em: <https://bit.ly/30TxVyY>) e Brasil (2016; 2017; 2018).
Elaboração do autor.

A relevância da análise do PL e de seus fatores constitutivos reside no fato de que este agregado compõe a base sobre a qual incide a autorização, concedida pela Lei nº 11.491/2007, para a mobilização de recursos do FGTS para integralização de cotas do FI-FGTS. Portanto, os recursos mobilizados para o Fundo de Investimento pertencem ao próprio FGTS e não se confundem com as disponibilidades das contas vinculadas que, por definição, pertencem aos trabalhadores. A Caixa, na condição de administradora, assume os riscos das operações e garante ao FGTS o pagamento de uma rentabilidade mínima, incidente sobre o valor das cotas, e de porcentagem correspondente à remuneração aplicável aos saldos das contas vinculadas, que é apurado com base nos parâmetros fixados para atualização dos saldos dos depósitos de poupança (TR) e capitalização de juros de 3% ao ano.

Além dos desembolsos do FGTS referentes à aquisição de cotas, as receitas decorrentes de retornos sobre investimentos e de operações de desinvestimentos realizadas no âmbito do FI também constituem recursos disponíveis para reinvestimentos, desde que haja demanda pelo administrador e autorização pelo CCFGTS, que, alternativamente, também pode optar pelo resgate de cotas. Nos exercícios financeiros de 2012, 2013, 2015 e 2017, foram concedidas autorizações para reinvestimentos, procedimentos que permitem a ampliação dos recursos operados pelo fundo de investimento sem que haja novas aquisições de cotas. Mais recentemente, em 2016 e 2018, foram autorizados res-

gates de cotas, fato que produz o efeito adverso sobre as disponibilidades do fundo de investimento para novas aplicações em projetos de infraestrutura.

Também há autorização para aplicação dos recursos referentes aos saldos das contas vinculadas, desde que autorizada voluntariamente por cada um dos seus respectivos titulares, observando o limite percentual de 10% do saldo de cada conta e o limite global de R$ 2 bilhões. Neste caso, as aplicações serão realizadas mediante aquisição de cotas do Fundo de Investimento em Cotas (FIC-FI-FGTS), que, por sua vez, aplicará integralmente os recursos em aquisição de cotas do FI-FGTS, e os riscos das operações serão integralmente assumidos pelos optantes, de modo proporcional ao valor de suas respectivas cotas. O CCFGTS definiu (Resolução nº 617/2009) os critérios de aplicação e autorizou a Caixa a realizar oferta pública para integralização de R$ 2 bilhões em cotas do FI-FGTS para aquisição pelos trabalhadores por intermédio do FIC-FGTS. No entanto, esta modalidade de aplicação ainda não foi operacionalizada. A natureza voluntária, a complexidade da modalidade de investimento, a baixa porcentagem do saldo de conta (30%) disponível para aplicação, as restrições ao resgate de cotas mesmo diante da hipótese de saque do FGTS prevista na Lei nº 8.036/1990 e a exposição integral dos titulares de contas aos riscos das operações são fatores inibidores desta modalidade de demanda por cotas do fundo de investimento.

Como a única fonte de recursos para o FI-FGTS é constituída pelos recursos do FGTS, a análise da mobilização de capitais para o FI depende integralmente de uma decisão colegiada e discricionária tomada no âmbito do CCFGTS, conforme demonstrado na tabela 7. A legislação (Lei nº 11.491/2007 c/c Lei nº 12.087/2009) autorizou a alocação inicial de capital do FGTS no FI na ordem de R$ 5 bilhões e admitiu a hipótese de que a Caixa proponha ao CCFGTS a aplicação de parcelas adicionais, de até este mesmo valor, observando o limite máximo equivalente a 80% do PL do FGTS registrado em 31 de dezembro do exercício financeiro anterior ao da operação de integralização. Em 2018, o valor autorizado para subscrição de cotas foi de R$ 83,5 bilhões.

O CCFGTS subscreveu uma porcentagem expressiva dos valores autorizados nos primeiros cinco anos de operação do fundo de investimentos; posteriormente, houve apenas um novo aumento do valor subscrito, sendo este valor de R$ 51,6 bilhões, mantido constante até o exercício financeiro de 2018. Movimento semelhante é observado em relação ao processo de integralização, ou seja, o desembolso efetivo realizado pelo FGTS para

aquisição de cotas do FI, o qual alcançou o valor acumulado da ordem de R$ 22,8 bilhões e permanece constante desde o exercício financeiro de 2014. O valor subscrito representa apenas 62% do valor autorizado para subscrição. O valor total integralizado, por sua vez, equivale a somente 44% do valor subscrito. Os números evidenciam um forte descasamento entre os valores autorizados para subscrição e os valores efetivamente aplicados pelo CCFGTS em cotas do Fundo de Investimento. O entendimento desse cenário adverso requer a observação dos dados relativos à política de aplicação dos recursos do FI-FGTS.

TABELA 7
Autorização, subscrição e desembolso do FGTS para o FI-FGTS: valores nominais (2007-2018)
(Em R$ milhões)

Ano	Evolução do valor autorizado para subscrição de cotas do FI-FGTS pelo FGTS[1]	Evolução do valor subscrito, conforme resoluções do CCFGTS[2] (exclusive FIC-FI-FGTS)	Desembolso anual do FGTS para integralização de cotas do FI-FGTS[3]	Evolução do desembolso do FGTS para integralização de cotas do FI-FGTS[4]
2007	5.000,00	50,00	50,00	50,00
2008	17.100,8	15.100,8	9.249,0	9.299,0
2009	22.320,2	24.320,3	4.508,5	13.807,5
2010	24.395,4	26.395,4	3.469,0	17.276,5
2011	28.692,7	24.395,4	649,4	17.925,9
2012	32.810,5	32.810,5	3.757,8	21.683,7
2013	44.296,2	32.810,5	-	21.683,7
2014	51.604,7	32.810,5	1.200,0	22.883,7
2015	62.047,6	51.676,7	-	22.883,7
2016	72.710,6	51.676,7	-	22.883,7
2017	78.534,1	51.676,7	-	22.883,7
2018	83.520,7	51.676,7	-	-

Fonte: Caixa.
Elaboração do autor.
Notas: [1] Leis nºs 11.491/2007 e 12.087/2009.
[2] Resoluções do CCFGTS nºs 563, 579 e 586/2008, 620/2009, 651/2010, 699/2012 e 775/2015.
[3] Dados da Caixa – demonstrações contábeis do FGTS (Demonstrações do Fluxo de Caixa) dos exercícios financeiros de 2007 a 2018 (disponíveis em: <https://bit.ly/2JN7BRJ>; <https://bit.ly/2VXCepl>; <https://bit.ly/2MgAk3I>; <https://bit.ly/2HGUVd8>; <https://bit.ly/2IaG3Ts>; <https://bit.ly/2wtd9se>; <https://bit.ly/2IahC8j>; < https://bit.ly/30TBogY>; < https://bit.ly/2HIvoQT>; <https://bit.ly/30RkPT6>; e <https://bit.ly/2YVhyQU>) e do Balanço Financeiro do FI-FGTS 2016.
[4] Dados da Caixa – demonstrações contábeis do FGTS (Notas explicativas, item 1 – Contexto operacional), referentes aos exercícios financeiros de 2007 a 2017 (disponíveis em: <https://bit.ly/2JN7BRJ>; <https://bit.ly/2VXCepl>; <https://bit.ly/2MgAk3I>; <https://bit.ly/2HGUVd8>; <https://bit.ly/2IaG3Ts>; <https://bit.ly/2wtd9se>; <https://bit.ly/2IahC8j>; < https://bit.ly/30TBogY>; < https://bit.ly/2HIvoQT>; <https://bit.ly/30RkPT6>; e <https://bit.ly/2YVhyQU>).

A estagnação do desembolso de recursos do FGTS para aquisição de cotas do FI-FGTS não implica estagnação do volume de recursos disponíveis para aplicação pelo FI, de acordo com a tabela 8. A análise da demonstração de movimentações de PL do FI-FGTS evidencia que, ao longo dos exercícios financeiros, houve geração de receitas líquidas apuradas pela diferença entre as receitas realizadas – inclusive das rendas obtidas com aquisições

de títulos públicos à conta de aplicações interfinanceiras de liquidez e títulos e valores mobiliários, e os resultados das avaliações de investimentos em ações sem cotação em bolsa – e as despesas pagas. O CCFGTS emitiu autorização para o reinvestimento dessas receitas, produzindo um efeito positivo sobre o valor total das disponibilidades para novas aplicações em projetos novos ou em andamento. Esse ciclo de geração de receitas e reinvestimentos foi parcialmente excepcionalizado apenas nos exercícios financeiros de 2016 em 2018, devido à deliberação pelo CCFGTS de operações de resgate de cotas do FI-FGTS.

TABELA 8
Resultado, autorização para reinvestimentos e resgate de cotas, e evolução do saldo das aplicações do FI-FGTS: valores nominais (2008-2018)
(Em R$ milhões)

Ano	Resultado do exercício financeiro do FI-FGTS[1]	Autorização para reinvestimentos de receitas do FI-FGTS[2]	Autorização para resgate de cotas do FI-FGTS[2]	Evolução do saldo das aplicações do FGTS em cotas do FI-FGTS[3] (PL)
2008	49,14	-	-	9.348,2
2009	738,7	-	-	14.595,4
2010	838,9	-	-	19.903,3
2011	1.464,4	-	-	21.017,1
2012	1.657,6	4.443,1	-	26.432,6
2013	2.173,9	818,9	-	28.606,5
2014	2.064,9	-	-	31.871,4
2015	(966,7)	-	-	30.904,7
2016	2.627,3	1.437,4	1.770,8	31.761,2
2017	1.694,8	5.288,9	-	33.456,0
2018	-	-	1.889,5	-

Fonte: Caixa.
Elaboração do autor.
Notas: [1] Dados da Caixa – demonstrações financeiras do FI-FGTS (Demonstração das movimentações do PL) dos exercícios financeiros de 2008 a 2017 (disponíveis em: <https://bit.ly/2Qt89wE>; <https://bit.ly/2MgMvgU>; <https://bit.ly/2VYpzm5>; <https://bit.ly/30Rid7r>; <https://bit.ly/2wqLJD9>; <https://bit.ly/2VYpFdr>; <https://bit.ly/30UErWb>; <https://bit.ly/2WyIMyU>; <https://bit.ly/2I9sovN> e <https://bit.ly/30RnfRB>) e Relatório de Administração do FGTS exercício 2017.
[2] Dados de resoluções do CCFGTS.
[3] Dados da Caixa – demonstrações financeiras do FI-FGTS dos exercícios financeiros de 2008 a 2017 (disponíveis em: <https://bit.ly/2Qt89wE>; <https://bit.ly/2MgMvgU>; <https://bit.ly/2VYpzm5>; <https://bit.ly/30Rid7r>; <https://bit.ly/2wqLJD9>; <https://bit.ly/2VYpFdr>; <https://bit.ly/30UErWb>; <https://bit.ly/2WyIMyU>; <https://bit.ly/2I9sovN> e <https://bit.ly/30RnfRB>).

Nesses termos, o PL do FI-FGTS era de R$ 33,4 bilhões no encerramento do exercício financeiro de 2017. Esse valor é quase 50% maior que o somatório do valor da integralização de cotas do FI pelo FGTS em razão das autorizações de reinvestimento das receitas operacionais acumuladas ao longo do período de operações. Os dados também sinalizam para uma mudança de estratégia do CCFGTS quanto à capitalização do FI. Antes de 2012, a opção foi centrada na aquisição de cotas; depois de 2012, a opção

de capitalização recaiu primordialmente sobre o reinvestimento de receitas oriundas dos retornos sobre investimentos e das aplicações das disponibilidades financeiras gerenciadas no âmbito do FI-FGTS, excepcionalizadas pelas operações de resgate de cotas autorizadas em dois dos três últimos exercícios financeiros.

4.2 Política de investimentos do FI-FGTS

O FI-FGTS foi instituído com o propósito de disponibilizar recursos financeiros do FGTS para alocação em instrumentos de participação societária (*equity*) e instrumento de dívida corporativa (*debt*), inclusive mediante aquisição de cotas de fundos de investimento. Esses ativos financeiros devem necessariamente ser associados a operações de financiamento de empreendimentos de infraestrutura nos setores de energia, saneamento e logística (aeroportos, rodovias, ferrovias, portos e hidrovias).

A política de investimento do FI é proposta por um colegiado denominado Comitê de Investimento (CI), cuja composição, modo de funcionamento e procedimentos deliberativos são estabelecidos pelo CCFGTS.[11] Também compete ao conselho regulamentar dispositivos fundamentais da política de investimentos, dentre eles: o reinvestimento e a distribuição dos resultados aos cotistas (leia-se FGTS); a remuneração da Caixa pela administração dos recursos do FI; o limite máximo de participação por setor, empreendimento e classe de ativos; a exposição máxima a riscos; e os prazos e valores referentes ao resgate de cotas.

A evolução do tamanho da carteira de aplicações do FI (ativo total), mensurada em milhões de reais e deflacionada pelo Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-M)/FGV para dezembro de 2016, mostra um movimento de expansão contínuo entre a origem das operações em 2008 e o exercício financeiro de 2014. Posteriormente, houve duas quedas sucessivas e expressivas que reduziram em, aproximadamente, 15% o tamanho da carteira nos dois últimos exercícios da série histórica (tabela 9). As operações de aquisição de cotas e de reinvestimento dos resultados das aplicações, deduzidos os

11. O CCFGTS é um colegiado tripartite composto por seis representantes dos trabalhadores, seis representantes dos empregadores e doze representantes do governo federal, presidido pelo ministro do Trabalho.

resgates de cotas, não foram suficientes para sustentar, em termos reais, o valor das operações ativas do fundo de investimento após o exercício financeiro de 2014.[12]

TABELA 9
Evolução e composição da carteira de investimentos por classe de ativos (2008-2016)

Ano	Participação percentual anual por classe de ativo (%)							Total da carteira de investimentos (ativo)[1]	
	Aplicações interfinanceiras de liquidez[2]	Debêntures			Ações	Cotas de fundos	Valores a receber[4]	%	R$ milhões
		Total	Diversas	BNDES[3]					
2008	0,8	**92,3**	17,4	74,9	5,9	1,1	0,0	**100,0**	**15.023,7**
2009	13,8	**71,6**	24,0	47,6	11,7	2,8	0,0	**100,0**	**23.878,0**
2010	16,4	**51,6**	17,8	33,8	27,4	4,6	0,0	**100,0**	**29.227,5**
2011	23,4	**45,5**	15,7	29,8	26,4	4,7	0,1	**100,0**	**29.485,4**
2012	25,8	**47,9**	26,4	21,5	20,4	4,8	1,2	**100,0**	**34.310,6**
2013	16,9	**51,0**	33,1	17,9	23,3	6,1	2,7	**100,0**	**35.195,3**
2014	16,2	**46,1**	31,8	14,3	26,2	8,9	2,5	**100,0**	**37.797,4**
2015	21,4	**42,2**	28,8	13,4	22,7	7,4	6,5	**100,0**	**33.157,4**
2016	21,0	**40,5**	29,0	11,5	25,2	9,7	3,5	**100,0**	**31.784,6**

Fonte: Caixa – demonstrações financeiras do FI-FGTS dos exercícios financeiros de 2008 a 2016 (disponíveis em: <https://bit.ly/2Qt89wE>; <https://bit.ly/2MgMvgU>; <https://bit.ly/2VYpzm5>; <https://bit.ly/30Rid7r>; <https://bit.ly/2wqLJD9>; <https://bit.ly/2VYpFdr>; <https://bit.ly/30UErWb>; <https://bit.ly/2WyIMyU>; e <https://bit.ly/2I9sovN>).
Elaboração do autor.
Notas:[1] Valores em milhões de reais deflacionados pelo IGP-M para dezembro de 2016.
[2] Inclusive os saldos das contas *disponibilidade* e títulos públicos.
[3] BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social.
[4] A conta valores a receber não constitui uma classe de ativos, apenas expressa operações referentes ao exercício da opção de venda de ações – decorrente do descumprimento de acordos de investimento por parte do emitente –, situação na qual o FI passa da condição de acionista à condição de credor da empresa investida, e também valores relativos a dividendos e bonificações a receber.

No âmbito da composição da carteira de investimento, os números indicam uma porcentagem expressiva de recursos, da ordem de 21% nos dois últimos exercícios financeiros, em aplicações interfinanceiras de liquidez, constituída por operações compromissadas lastreadas em títulos públicos federais, portanto, fora do objetivo primordial do FI, ou seja, os ativos emitidos por projetos de infraestrutura. Essa porcentagem de aplicações em ativos com alto grau de liquidez é um fato atípico em um fundo em relação ao qual não há previsão de exigibilidade de resgate de cotas, cujos recursos pertencem a um único cotista cujas contas observam equilíbrio, dessa maneira, não evidenciam necessidades de resgate para atendimento de liquidação de obrigações financeiras. No entanto, essas aplicações ge-

12. O ativo total difere residualmente do PL em razão da apuração dessa última conta incluir a dedução dos valores a pagar (obrigações), composta primordialmente pelas contas taxa de administração e ações a liquidar.

ram rentabilidades maiores[13] que os retornos decorrentes das aplicações em títulos corporativos (debêntures e ações). Assim, essa opção de investimento puxa para cima a rentabilidade geral da carteira de investimentos, fato que favorece, inclusive, o alcance de uma taxa de retorno superior ao valor de remuneração das contas vinculadas do FGTS (TR mais 3%), meta que, quando alcançada, elimina a hipótese de alocação de recursos próprios do administrador (Caixa) em prestação efetiva de garantia de rentabilidade mínima ao cotista.

A parcela da carteira alocada em títulos corporativos envolve aquisição direta de instrumentos de participação societária (*equity*) e de dívida corporativa (*debt*) e aquisição de cotas de fundos de investimento que investem em classes de ativos dessa mesma natureza originados no mercado de capitais doméstico e associados a empreendimentos de infraestrutura. Os limites de concentração por setor, empreendimentos, classe de ativos e ativo individual são regulados no âmbito do art. 10 da Resolução CCFGTS nº 860/2017. A exigência mínima de capital próprio do empreendedor é de 20% do valor total do empreendimento. As decisões de investimento são tomadas por um órgão colegiado, o CI, que dispõe de assessoramento técnico da própria burocracia da Caixa,[14] administradora do fundo. Os serviços de administração são remunerados à taxa de 1% ao ano incidente sobre o PL do fundo. Não há mecanismo de remuneração do administrador determinado por critérios de *performance*, ou seja, participação nos resultados que excedam a um determinado índice de referência (*benchmark*). Logo, não há, no âmbito da institucionalidade do FI, uma estrutura de incentivo ao alcance de resultados positivos – e superiores à garantia de rentabilidade mínima assegurada ao cotista – por parte do administrador.

As aplicações em instrumentos de dívida corporativa (debêntures) constituem o componente principal da carteira de investimento. Essas aplicações foram estruturadas segundo duas modalidades de operações. Por um lado, no primeiro ano das operações do FI, houve uma operação de aquisição de debêntures simples emitidas pelo BNDES

13. Os números das demonstrações financeiras do FI-FGTS, no período entre 2012 e 2017, evidenciam que as receitas oriundas de aplicações interfinanceiras de liquidez responderam, em média, por aproximadamente 27,2% do fluxo de receitas contabilizadas pelo FI.

14. A administração do FI-FGTS é realizada pela Vice-Presidência de Administração e Gestão de Ativos de Terceiros (Viter), cujas atividades são desenvolvidas de modo segregado das atividades da área comercial do banco, em observância às normas de *Chinese wall* estabelecidas pelo BCB. Esta área é responsável pela elaboração de dois documentos técnicos que fundamentam as decisões de investimento. São eles: o Relatório de Oportunidade Prévia de Investimento (Ropi) e o Relatório Final de Investimentos (Refi), ambos submetidos ao Conselho de Investimentos do FI-FGTS e ao Conselho de Gestão de Ativos de Terceiros, sendo este último composto por vice-presidentes da Caixa. As propostas também recebem parecer das áreas jurídica e de risco do banco (TCU, 2014, p. 5-6).

da ordem de R$ 7 bilhões, com data de vencimento prevista para 2019, caracterizada como um caso clássico de repasse de recursos para a capitalização de um banco de desenvolvimento. Nesse caso específico, o banco manteve o compromisso de alocação em ativos originados em projetos de infraestrutura, porém sem assumir subordinação aos parâmetros e limites de aplicação por setor, empreendimento, classe de ativos e investimento individual em fundos de investimento, inclusive exigência mínima de capital próprio. A operação dispõe de garantia fidejussória, representada por fiança da União, que responde solidariamente pela emissão das debêntures emitidas pelo BNDES. A remuneração das aplicações é da ordem de 6% ao ano mais TR, portanto, superior à rentabilidade garantida pelo administrador do FI ao FGTS, cotista único do fundo. A operação, que na época representou 75% da carteira, se configurou relevante por ter permitido a aceleração de aplicações via mercado de capitais com transferência de risco à instituição financeira operadora, fato viabilizado pela *expertise* do banco em operações com títulos corporativos. Ao término do ano de 2016, aproximadamente 50% destas aplicações já haviam sido resgatadas, e a porcentagem de recursos ainda vinculado a tais títulos representava apenas 11% da composição da carteira. Em 2015, o CCFGTS autorizou uma nova aquisição de debêntures simples emitidas pelo BNDES no valor de até R$ 10 bilhões, mas a operação não foi realizada e a autorização foi revogada em 2017.

Por outro lado, as operações de aquisição de títulos de dívida dizem respeito às debêntures não conversíveis em ações, objeto de emissão privada por corporações executoras de projetos de infraestrutura e destinadas especificamente à aquisição pelo FI. Os prazos de vencimento estão entre 10 e 25 anos, com prazo médio de, aproximadamente, 15,2 anos tomando por base o perfil da carteira em dezembro de 2016. Portanto, bem acima dos prazos de vencimento praticados no mercado de debêntures incentivadas originadas em projetos de infraestrutura, que, segundo Almeida e Bazilio (2015, p. 188), eram de 8,8 anos em junho de 2015. Até o final do exercício financeiro de 2017, não houve caso algum de colocação desses títulos para comercialização em mercado secundário, fato que inibe a percepção do grau de liquidez desses papéis.

A parcela dos recursos do FI alocada nessa classe de ativo permanece estável, em torno de 30%, desde 2013. A diversificação alcança papéis emitidos por vinte corporações executoras de projetos de investimento, mas há uma concentração da ordem de, aproximadamente, metade desses recursos nos três maiores contratos, perfil mantido estável ao longo dos últimos quatro exercícios. Apesar de dispor de um mercado secundário, um diferencial dessa classe de títulos corporativos reside na disponibilização de garantias ofer-

tadas pelos seus emissores, como a fiança bancária, o penhor das ações, o aval dos sócios, os recebíveis e ativos do empreendimento, procedimentos que reduzem a exposição a riscos.

Os recursos aplicados em instrumentos de participação societária (ações) absorvem uma parcela relevante de recursos, da ordem de, aproximadamente, 25% da carteira. Apesar de dispor de uma composição de papéis originados por cerca de vinte emitentes, há uma concentração da ordem de 70% dos valores nas três principais empresas investidas. A quase totalidade dessas ações não possuem cotação em bolsa ou mercado de balcão organizado, configuração que repercute negativamente sobre o perfil de liquidez e o processo de precificação dos ativos. O valor dos títulos para fins de monitoramento das aplicações acaba por ser apurado com base nos dados das demonstrações financeiras da sociedade investida, ajustados por ágio ou deságio incidente sobre os valores contabilizados à época da aquisição dos ativos. Ao contrário das debêntures, essa classe de ativos não possui mecanismos de garantia para mitigação de riscos.

Uma parcela menor dos recursos, correspondente a, aproximadamente, 10% do volume da carteira, é orientada para aquisição de cotas de fundos de investimento. Esse procedimento de alocação indireta em projetos de infraestrutura é motivado pela busca de *expertise* operacional desses veículos de investimento em segmentos específicos de mercado de títulos de propriedade e de dívida. A maior parte das aplicações é realizada em FIPs, que aportam recursos em participações societárias, procedimento que permite a ampliação do capital próprio de sociedade de propósito específico executoras do projeto de investimento em infraestrutura sem gerar comprometimento dos seus respectivos balanços em termos de capacidade de endividamento.

Também são adquiridas contas de FIDCs lastreados diretamente nos fluxos de caixa gerados pelos projetos de investimento, procedimento que atende com precisão a lógica do financiamento baseado em projeto (*project finance*), situação em que o próprio fluxo de caixa é concedido como instrumento garantidor dos contratos de financiamento. Essas aplicações repercutem favoravelmente na geração de demanda por essas modalidades de veículos de investimento que, apesar de disporem de regulação específica no âmbito do mercado de capitais e possuírem um potencial relevante como veículos mobilizadores de capital para a infraestrutura, ainda representam uma parcela residual da indústria de fundos de investimento no Brasil.

A composição setorial da carteira de investimentos do FI-FGTS por setor (tabela 10), tomando por referência os dados das demonstrações financeiras de 2016, revela um compartilhamento dos recursos entre projetos de energia e de logística, cabendo ao saneamento uma participação discreta. Essa configuração reproduz um cenário observado em termos de número de projetos e volume de recursos demandados por estes setores no âmbito da economia brasileira, o que, por sua vez, é em grande parte decorrente do desenvolvimento regulatório e da capacidade de planejamento e execução observados nesses setores. A participação discreta do setor de saneamento segue o mesmo padrão verificado na carteira de crédito do FGTS. Portanto, o deslocamento dos mecanismos de alocação de recurso, antes no mercado de crédito e agora no mercado de capitais, não produziu alterações no perfil da carteira de contratos de financiamento, tomando por referência o critério setorial.

TABELA 10
Composição da carteira de investimento por setor (dez./2016)

Setor e outros investimentos	Ações	Debêntures	Cotas de fundos	Outros investimentos	Total	
					R$ milhões	%
Investimentos em projetos de infraestrutura	6.096,5	9.206,0	3.089,5	-	**18.392,0**	**57,9**
Energia	1.594,0	6.273,5	2.215,5	-	**10.083,0**	**31,7**
Rodovia	1.216,1	1.042,2	-	-	**2.258,3**	**7,1**
Portos	575,6	1.536,8	-	-	**2.112,4**	**6,6**
Ferrovias	1.588,8	353,5	-	-	**1.942,3**	**6,1**
Saneamento	1.122,0	-	874,0	-	**1.996,0**	**6,3**
Outros investimentos	1.924,4	3.665,1	-	7.803,1	**13.392,5**	**42,1**
Aplicações interfinanceiras de liquidez	-	-	-	6.680,3	**6.680,3**	**21,0**
Debêntures BNDES	-	3.665,1	-	-	**3.665,1**	**11,5**
Valores a receber	-	-	-	1.122,8	**1.122,8**	**3,5**
Ações do Banco do Brasil[1]	1.924,4	-	-	-	**1.924,4**	**6,1**
Total do ativo	**8.020,9**	**12.871,1**	**3.089,5**	**7.803,1**	**31.784,5**	**100,0**

Fonte: Caixa – demonstrações financeiras do FI-FGTS 2016 (disponível em: <https://bit.ly/2I9sovN>).
Elaboração do autor.
Nota: [1] Ativo referente à execução de garantia de crédito das debêntures emitidas pela empresa Sete Brasil.

A carteira do FI, inclusive as aplicações interfinanceiras de liquidez, apresenta, à luz dos dados contáveis de 31 de dezembro de cada ano, uma série histórica de rentabilidades nominais positivas das cotas excepcionalizada apenas no exercício financeiro de 2015 (tabela 11). A rentabilidade acumulada, ao longo do período entre 2008 e 2017, foi cerca de 74,8%, bem superior à rentabilidade mínima garantida pelo administrador do

fundo que alcançou um valor acumulado da ordem de 43,7% no mesmo período. Esses resultados sugerem que, em princípio, não houve aportes do administrador para fazer valer a rentabilidade mínima assegurada às cotas. Cabe ressaltar que a apuração efetiva da rentabilidade para fins da garantia de valor mínimo é realizada apenas no momento de resgate das cotas, tomando por referência o período iniciado com a aquisição dessas cotas.

O resultado apurado em termos de rentabilidade da carteira de investimentos, ainda que tenha superado a rentabilidade mínima garantida ao cotista (FGTS), não foi capaz de produzir ganhos reais, apenas equilibrou com a inflação acumulada medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), que alcançou uma porcentagem próxima de 79% no mesmo período. Os números da rentabilidade obtida para as cotas do FI-FGTS evidenciam, de modo mais expressivo, suas limitações – em termos de geração de retornos financeiros –, quando observados à luz da taxa Selic Meta anualizada, apurada para o mês de dezembro de cada ano, aqui adotada como uma *proxi* para a rentabilidade decorrente das aplicações em LFT, e que apresentaram resultados maiores que retornos gerados pelo fundo de investimento ao longo de toda série histórica disponível. Isso implica concessão de uma espécie de subsídio, concedido pelo FGTS à carteira de projetos do FI, configurado pela diferença entre a remuneração efetiva das cotas do fundo de investimento e a rentabilidade possível em um investimento alternativo de baixo risco como os títulos públicos. Nesse caso específico, o subsídio é originado no âmbito do arranjo institucional do FGTS conjugado com o arranjo institucional do FI-FGTS e consumado em razão da baixa rentabilidade das cotas do fundo. É importante afirmar que uma apuração de resultados mais abrangente deve contabilizar, além dos resultados financeiros, os feitos em termos de externalidades geradas pelos investimentos componentes da carteira, procedimento relevante, porém, além do escopo deste texto.

Os números relativos ao desempenho financeiro evidenciados por dados contábeis do FI-FGTS dizem respeito, em grande parte, a ativos de *debt* e *equity* não comercializados em bolsa ou mercado de balcão organizado. Esse fato impede a apuração dos valores dos ativos por marcação a mercado e impõe uma apuração baseada no método de equivalência patrimonial, ajustado por provisões para perdas, ao final de cada exercício financeiro, se for o caso. Tal procedimento implica alta probabilidade de divergência entre esses valores manifestos nas demonstrações contábeis e os valores efetivamente apurados por ocasião da venda dos ativos por parte do FI. Logo, são relevantes as possibilidades de que operações de realização financeira dos ativos – que, por

serem de setores de infraestrutura, envolvem forte exposição a riscos e longo prazo de maturação – provoquem alterações nos valores das cotas e da rentabilidade do fundo apresentada nas demonstrações financeiras.

TABELA 11
Rentabilidade anual do FI (2008-2017)
(Em %)

Ano[1]	Valor da cota	Rentabilidade anual	Garantia de rentabilidade mínima (TR + 3,0%)	IPCA	Selic Meta, em dezembro de cada ano, anualizada[2] (*benchmark*)
2008	1,00000	0,00	-	-	-
2009	1,05010	5,01	3,71	4,31	8,65
2010	1,12003	6,66	3,69	5,91	10,66
2011	1,18176	5,51	4,21	6,50	10,90
2012	1,27192	7,63	3,29	5,84	7,14
2013	1,36377	7,22	3,19	5,91	9,90
2014	1,47593	8,22	3,86	6,41	11,65
2015	1,57993	7,05	4,80	10,67	14,15
2016	1,53201	-3,03	5,01	6,29	13,65
2017	1,65924	8,30	3,60	2,95	6,90

Fontes: Caixa – informações anuais do FI-FGTS (disponível em: <https://bit.ly/2IboCBU>), Resolução CCFGTS nº 894/2018, e BCB, histórico das taxas de juros fixadas pelo Comitê de Política Monetária (Copom) e evolução da taxa Selic.
Elaboração do autor.
Notas: [1] Datas referentes a 31 de dezembro de cada ano.
[2] A Selic é o indexador da LFT.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este texto realizou uma análise exploratória do FI-FGTS. O objetivo principal foi entender a configuração institucional e o perfil de execução financeira do FI à luz dos objetivos declarados pelo governo por ocasião da apresentação da proposição ao Congresso Nacional, conforme EMI MTE/MF/MCidades nº 2, de 17 de janeiro de 2007. Foram observados dois aspectos fundamentais, o mecanismo de mobilização de capital baseado em poupança compulsória parafiscal e a política de investimento mediante operações de *debt* e *equity* originadas no mercado de capitais. O desenvolvimento dos trabalhos tomou por base a análise da legislação legal e infralegal, dos demonstrativos financeiros, dos relatórios de administração e das bases de dados geradas pela Anbima e pela Caixa.

A revisão da literatura demonstrou a importância dos investimentos e do estoque de capital de infraestrutura para a produtividade e para o crescimento econômico. Ressaltou as características dos ativos de infraestrutura que produzem repercussões relevantes sobre a estruturação de projetos de investimento e tornam mais complexos e incompletos os contratos relacionados à provisão desses ativos, fato que amplia os perfis de risco e grau de incerteza e, consequentemente, demanda mecanismos de adaptações recorrentes. Essa configuração implica estruturação de arquiteturas complexas de mobilização de capitais que via de regra requerem a participação estatal no arranjo institucional híbrido – articulador de instrumentos públicos e privados – orientado ao financiamento de investimentos em infraestrutura.

A configuração institucional dos fundos de investimento – como evidenciado pelos dados referentes aos mercados americano e europeu – favorece a mobilização de capitais para investimentos de longo prazo, como os de infraestrutura, por duas vias principais. Por um lado, contribui para a redução do grau de endividamento das empresas do setor de infraestrutura beneficiadas por alocações de recursos do fundo mediante instrumentos de participação no capital (*equity*). Por outro lado, favorece a ampliação do financiamento de projeto por meio da emissão primária de títulos de dívida, em especial, mediante emissão de debêntures.

A indústria de fundos de investimento no Brasil observou, nas duas últimas décadas, um processo continuado de evolução em termos de volume de recursos mobilizados e quantidade de investidores participantes. A evolução também foi percebida em termos de consistência do ambiente institucional, observado em termos de normas definidas e exigidas pelo regulador (CVM) e de normas de natureza autorregulatória, de adesão voluntária, estabelecidas pelos próprios agentes de mercado. No entanto, essa indústria mantém um forte viés de alocação de recursos orientados ao curto prazo, em especial, a aquisição de títulos públicos ou operações compromissadas lastreadas em títulos públicos, fato que inibe uma participação mais expressiva em operações associadas a instrumentos de participação societária (*equity*) e de dívida corporativa (*debt*) originados no mercado de capitais doméstico e associados a empreendimentos de infraestrutura.

Essa configuração do mercado de fundos de investimento no Brasil abre espaço para o desenvolvimento de arranjos institucionais híbridos como o FI-FGTS. Não obstante possuir uma natureza privada e estar sujeito à regulamentação de mercado es-

tabelecida pela CVM, também articula mecanismos do tipo poupança compulsória e direcionamento de crédito típicos de política pública de natureza financeira, nesse caso orientados à estruturação de incentivos à geração de externalidades associadas ao desenvolvimento da infraestrutura econômica e ao desenvolvimento de instrumentos de *debt* e *equity* no âmbito do mercado de capitais.

A instituição do FI-FGTS modificou o processo de alocação de recursos financeiros, mobilizado mediante mecanismos de poupança compulsória parafiscal – leia-se FGTS – em uma dupla dimensão. Por um lado, ampliou o leque de setores de infraestrutura credenciados para demandar recursos – originados no FGTS – na estruturação de capital dos seus projetos de investimento. Com isso, recursos antes direcionados exclusivamente a projetos referentes à infraestrutura urbana passam a ser compartilhados com projetos de construção, reforma para modernização e ampliação de capacidade de atividade-matriz nos setores de saneamento, energia, rodovias, ferrovias, hidrovias, portos e aeroportos, terminais e armazéns de carga associados à logística, bem como empreendimentos complementares ao funcionamento finalístico da atividade-matriz. Por outro lado, transferiu recursos – antes alocados por meio de contratos firmados no âmbito do mercado de crédito – para alocação mediante instrumentos financeiros próprios aos segmentos de participação societária (*equity*) e títulos de dívida corporativa (*debt*) do mercado de capitais. Nesses termos, o FI-FGTS favorece a expansão do uso de instrumentos do mercado de capitais nas arquiteturas de financiamento de projetos de investimento em infraestrutura.

No entanto, nesse caso específico, a instituição do FI-FGTS não produziu efeitos em termos de alongamento de passivos (*funding*), visto que tal mecanismo de alongamento foi originado pela poupança compulsória parafiscal (FGTS), que mobilizou originalmente os recursos operados pelo FI-FGTS. O que houve foi um deslocamento deste *funding*, antes alocado no mercado de crédito, e agora aplicado no mercado de capitais. Este procedimento favorece o desenvolvimento das operações de financiamento de projetos de infraestrutura via mercado de capitais e, nesses termos, viabiliza um objetivo fundamental que motivou a sua instituição. Contudo, permanece atual e relevante a agenda referente ao desenvolvimento dos instrumentos de *funding* da economia brasileira, cujo êxito requer atenção de ordem macro e microeconômica que ultrapassam a abrangência desta publicação.

Os dados referentes à execução orçamentária e financeira dos recursos do FI evidenciam um baixo dinamismo das operações do FI-FGTS, demonstrados por um triplo *gap* caracterizado por: um baixo índice de subscrição, revelado pelo descasamento entre o valor autorizado por lei para aquisição de cotas do FI-FGTS pelo FGTS e o valor subscrito pelo CCFGTS; um baixo índice de integralização, observado pela diferença entre o valor subscrito e o saldo das aplicações do FGTS em cotas do FI-FGTS; e um baixo índice de execução orçamentária, sinalizado por uma relação modesta entre o saldo das aplicações em cotas do FI e o valor efetivamente aplicado em títulos de *debt* e *equity* emitidos por projetos de infraestrutura.

É importante instituir mecanismos que garantam o direcionamento de uma parcela das aplicações para investimento em projetos eleitos como prioritários pela política de investimento em infraestrutura do governo federal. As prioridades de investimento deveriam recair sobre os projetos com perfil de rentabilidade/risco com menor potencial de atratividade de investidores privados, mas com perfil de geração de externalidades positivas (retornos sociais). Isto pode implicar, inclusive, redução da diversificação da carteira, de modo a ampliar o foco em projetos que necessitem de mecanismo de mobilização do tipo poupança compulsória conjugada com direcionamento alocativo. Esses procedimentos permitiriam afirmar a função complementar do fundo de investimento em relação aos instrumentos financeiros convencionais disponíveis no mercado de capitais, evitando alocação de recursos em setores e projetos cujo perfil de rentabilidade/risco permite estruturação de projetos de financiamento com acessibilidade aos segmentos de *equity* e *debt* já operados por mecanismos e instituições privadas no mercado de capitais, inclusive perante investidores não residentes organizados sob a forma de empresas operadoras de infraestrutura e de investidores institucionais.

Outra estratégia de investimento a ser considerada em políticas alocativas dos recursos do FI-FGTS é a aplicação de uma parcela dos recursos em FIP-IE e os FIDCs que direcionam suas aplicações para projetos de infraestrutura, em especial mediante contratos de concessão e PPPs cujo objeto diz respeito a projetos novos (*greenfield*) e cuja natureza aponta para uma forte correlação com perfis mais adversos em termos de relação rentabilidade/riscos. Esta opção de investimento pode vir a cumprir uma função de incubadora de veículos de investimento tipicamente privados em sua fase inicial de estruturação e operação de carteiras de projetos relacionados a ativos de infraestrutura. As cotas, originalmente integralizadas com recursos do FI-FGTS, poderão

ser comercializadas em mercado à medida que o instrumento amadurecer e despertar interesse de investidores privados. Esta é uma estratégia capaz de ampliar a capacidade do FI em cumprir seus propósitos de incentivar o desenvolvimento do mercado de capitais, ampliar os investimentos em infraestrutura e contribuir para a aceleração do crescimento econômico.

Também deve ser considerada na agenda da operacionalização da política financeira do FI – em circunstâncias nas quais persista a baixa capacidade de execução financeira dos recursos – a hipótese de transferências de recursos financeiros do FI-FGTS para operacionalização por outras instituições financeiras, em especial bancos de desenvolvimento, com *expertise* em financiamento de projetos em infraestrutura. No entanto, deve ser firmado o compromisso de plena observância das deliberações de política financeira estabelecidas pelo CCFGTS – em especial a focalização de aplicações na fase inicial de execução (*pre-completion*) de novos projetos de infraestrutura (*greenfield*) –, de prévia aprovação pelo Comitê de Investimento do Fundo de Investimento e de transferência integral dos riscos das operações para o balanço das instituições financeiras responsáveis pela operacionalização das aplicações de modo a blindar a carteira do FI-FGTS. Esses procedimentos contribuem para afirmar o propósito de alavancagem de novos projetos de investimento e impedem a caracterização de repasse para financiamento de instituições financeiras e bancos de desenvolvimento, fato que desvirtuaria a motivação que originou o FI.

O baixo dinamismo das operações do FI-FGTS – evidenciado por baixos índices de subscrição, integralização e execução orçamentária – sugere a relevância de uma reavaliação do modelo de governança, em especial, das estruturas de incentivo estruturadas no âmbito dos diversos instrumentos que regulam os processos de tomada de decisão e de operacionalização das questões estratégicas do FI-FGTS. Em síntese, é necessário afirmar uma estrutura de governança capaz de: instituir incentivos à alocação de recursos pelo agente operador do FI-FGTS, inclusive mediante instituição de taxa de *performance*; estruturar um ambiente institucional garantidor de segurança às relações contratuais; e incentivar o bom funcionamento do mercado de capitais.[15]

15. Para uma resenha da literatura sobre governança corporativa, em especial os argumentos teóricos e as recomendações de política associada à abordagem de agência, ver Silva (2018b).

Por fim, mas não menos relevante, são essenciais o desenvolvimento de regras e métodos para o monitoramento permanente e a avaliação periódica do desenho e da operacionalização da política de investimento (inclusive operações de desinvestimento) do FI-FGTS, tomando por referências a dimensão financeira e as implicações em termos de externalidades nas modalidades custos e benefícios sociais. Isso implica um olhar sobre o conjunto da carteira ao longo do ciclo de investimentos e a consideração de resultados de natureza financeira – relacionado a cada projeto, a carteira de investimentos e a sustentabilidade do FGTS – e não financeira – como a contribuição para o desenvolvimento do mercado de capitais e para o alcance de objetivos setoriais no âmbito das políticas de infraestrutura. Nesses termos, devem ser considerados o desenvolvimento de base de dados e de indicadores de eficiência alocativa, de eficácia na provisão de bens e serviços e de efetividade dos resultados alcançados, construídos e observados à luz dos objetivos e compromissos declarados nos documentos constitutivos (lei e regulamento), de planejamento estratégico formulado pelo CCFGTS e de fundamentação das tomadas de decisões de investimento realizadas pelo CI do FI-FGTS, consideradas as regras de confidencialidade de dados empresariais próprias das operações realizadas no âmbito do mercado de capitais.

Convém ressaltar a natureza exploratória deste estudo, bem como o fato de ter sido desenvolvido essencialmente com base em análise descritiva do arranjo institucional e de dados, procedimentos que impõem limitações à análise. Portanto, as questões mencionadas no âmbito dessas considerações finais devem ser consideradas apenas como *aspectos a serem considerados em uma reflexão* em um eventual redesenho da configuração institucional e do modelo de operacionalização do FI-FGTS e não como uma agenda de soluções para os problemas analisados nesta publicação. Por fim, observamos que, em uma agenda de estudos futuros, além do aprofundamento dos temas considerados neste texto, devem receber atenção, dentre outros: o aparente paradoxo entre a existência de uma indústria de fundos moderna e sofisticada, mas que atua de modo modesto na provisão de financiamento de projetos de infraestrutura; o modelo de governança da política financeira; os procedimentos de gerenciamento de risco da carteira de investimentos; e os métodos de precificação de ativos emitidos por empresas investidas e que não comercializam seus papéis em mercados públicos de títulos e ações. A relevância do tema para uma estratégia sustentável de desenvolvimento econômico impõe centralidade a esta agenda de estudos e pesquisas.

REFERÊNCIAS

AFONSO, J. R.; PINTO, V. C.; FAJARDO, B. Dilemas do investimento público brasileiro: como salvar o futuro? *In*: BONELLI, R.; VELOSO, F. (Orgs.). **A crise do crescimento do Brasil**. Rio de Janeiro: Elsevier; FGV/IBRE, 2016.

ALMEIDA, C. A.; BAZILIO, J. K. Liquidez do mercado secundário de debêntures: dinâmica recente, fatores determinantes e iniciativas. **Revista do BNDES**, n. 44, p. 175-223, dez. 2015.

ASCHAUER, D. A. Is public expenditure productive? **Journal of Monetary Economics** North-Holland, v. 23, p. 177-200, 1989.

BIASOTO JÚNIOR, G.; AFONSO, J. R. Estado e novo arranjo para o financiamento do investimento público no Brasil. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 26, n. 1 (59), p. 189-213, abr. 2017.

BRASIL. Ministério do Trabalho. **Relatório de gestão do FGTS de 2015**. Brasília: MT, 2016. Disponível em: <https://bit.ly/2JRSB4K>.

_____. Ministério do Trabalho. **Relatório de gestão do FGTS de 2016**. Brasília: MT, 2017. Disponível em: <https://bit.ly/2WvSa6D>.

_____. Ministério do Trabalho. **Relatório de gestão do FGTS de 2017**. Brasília: MT, 2018. Disponível em: <https://bit.ly/30RiPds>.

CONTI, B. **Os fundos brasileiros de previdência complementar**: segmentações analíticas e estudos preliminares sobre a alocação de seus recursos. Brasília: Ipea, fev. 2016. (Texto para Discussão, n. 2175).

DAVIS, L. E.; NORTH, D. C. **Institutional change and american economic growth**. Cambridge: Cambridge University Press, 1971.

EFAMA – EUROPEAN FUND AND ASSET MANAGEMENT ASSOCIATION. **International Statistical Release:** worldwide regulated open-ended fund assets and flows – trends in the third quarter of 2018. 2018. Disponível em: <https://bit.ly/2tjCpzi>.

FERREIRA, A. N. **Os fundos de investimento no Brasil de 2008 a 2013**: institucionalidade e interfaces com a política econômica. Brasília: Ipea, nov. 2015. (Texto para Discussão, n. 2153).

_____. **Fundos de investimentos de 2003 a 2015**: *proxy* de lucros e análise da composição da carteira por segmento de investidor, classe de fundos e categoria de ativos. Rio de Janeiro: Ipea, set. 2017. (Texto para Discussão, n. 2332).

FERREIRA, P. C.; MALLIAGROS, T. G. Impactos da infraestrutura no Brasil – 1950/1995. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, Rio de janeiro, v. 28, n. 2, p. 315-338, ago. 1998.

FIANI, R. Arranjos institucionais e custos de transação em parcerias público-privadas. *In*: GO-

MIDE, A. Á.; PEREIRA, A. K. **Governança da política de infraestrutura**: condicionantes institucionais ao investimento. Rio de Janeiro: Ipea, 2018. p. 113-136.

LEVINE, R. Financial development and economic growth: views and agenda. **Journal of Economic Literature**, v. 35, n. 2, p. 688-726, June 1997.

MAGALHÃES, L. C. G.; COSTA, C. R. **Arranjos institucionais, custo da dívida pública e equilíbrio fiscal**: a despesa "ausente" e os limites do ajuste estrutural. Rio de Janeiro: Ipea, ago. 2018. (Texto para Discussão, n. 2403).

MIZUKAWA, R. Indústria de fundos no Brasil: produtos disponíveis e profundidade do mercado. *In*: SARDENBERG, A. P. (Org.). **Desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil**: temas para reflexão. São Paulo: Editora Sociologia e Política, 2015.

OLIVEIRA FILHO, L. C. Financiamento de longo prazo e mercado de capitais em investimentos de infraestrutura: novas concessões e parcerias público-privadas. *In*: OLIVEIRA, G.; OLIVEIRA FILHO, L. C. **Parcerias Público-Privadas**: experiências, desafios e propostas. Rio de Janeiro: LCT, 2013.

PELLEGRINI, J. A. **As contas do FGTS**. Brasília: Instituição Fiscal Independente, 2018. (Nota Técnica, n. 23).

PEREIRA, A. M.; ANDRAZ, J. M. On the economic effects of public infrastructure investment: a survey of the international evidence. **Journal of Economic Development**, v. 38, n. 4, p. 1-37, Dec. 2013.

PINHO NETO, D. M. A indústria de fundos de investimento: evolução recente. *In*: ANBIMA – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **Anuário 2011**: indústria de fundos de investimentos. São Paulo: Anbima, 2011.

POHLMANN, M. C. *et al*. Impacto da especificidade de ativos nos custos de transação, na estrutura de capital e no valor da empresa. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 15, p. 24-40, jun. 2004. (Edição Especial).

SILVA, M. S. Arranjos institucionais híbridos e centro estratégico em infraestrutura econômica. *In*: AMITRANO, C. R. *et al*. (Orgs.). **Instituições e desenvolvimento**. Brasília: Ipea, nov. 2018a. p. 63-70. (Boletim de Análise Político-Institucional, n. 16).

_____. Governança corporativa: argumentos teóricos e recomendações de política associados à abordagem de agência. *In*: CAVALCANTE, P. L. C.; PIRES, R. R. C. (Orgs.). **Governança pública**. Brasília: Ipea, dez. 2018b. p. 67-74. (Boletim de Análise Político-Institucional, n. 19).

STRAUB, S. **Infrastructure and growth in developing countries**: recent advances and research challenges. Washington, DC: The World Bank, Jan. 2008. (Policy Research Working Paper, n. 4460).

TCU – TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO. **Relatório de auditoria no Fundo de Investimentos do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço**: Processo TC-005.935/2014-8. Brasília: TCU, 2014. Disponível em: <https://bit.ly/2WtdXsx>.

VARGA, G.; WENGERT, M. A indústria de fundos de investimentos no Brasil. **Revista de Economia e Administração**, v. 10, n. 1, p. 66-109, jan./mar. 2011.

Ipea – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

Assessoria de Imprensa e Comunicação

EDITORIAL

Coordenação
Reginaldo da Silva Domingos

Assistente de Coordenação
Rafael Augusto Ferreira Cardoso

Supervisão
Everson da Silva Moura
Leonardo Moreira Vallejo

Revisão
Ana Clara Escórcio Xavier
Camilla de Miranda Mariath Gomes
Clícia Silveira Rodrigues
Idalina Barbara de Castro
Luiz Gustavo Campos de Araújo Souza
Olavo Mesquita de Carvalho
Regina Marta de Aguiar
Alice Souza Lopes (estagiária)
Amanda Ramos Marques (estagiária)
Isabella Silva Queiroz da Cunha (estagiária)
Lauane Campos Souza (estagiária)
Polyanne Alves do Santos (estagiária)

Editoração
Aeromilson Trajano de Mesquita
Bernar José Vieira
Cristiano Ferreira de Araújo
Danilo Leite de Macedo Tavares
Herllyson da Silva Souza
Jeovah Herculano Szervinsk Júnior
Leonardo Hideki Higa

Capa
Danielle de Oliveira Ayres
Flaviane Dias de Sant'ana

Projeto Gráfico
Renato Rodrigues Bueno

The manuscripts in languages other than Portuguese published herein have not been proofread.

Livraria Ipea
SBS – Quadra 1 – Bloco J – Ed. BNDES, Térreo
70076-900 – Brasília – DF
Tel.: (61) 2026-5336
Correio eletrônico: livraria@ipea.gov.br

Composto em adobe garamond pro 12/16 (texto)
Frutiger 67 bold condensed (títulos, gráficos e tabelas)
Impresso em offset 90g/m^2 (miolo)
Cartão supremo 250g/m^2 (capa)
Brasília-DF

Missão do Ipea
Aprimorar as políticas públicas essenciais ao desenvolvimento brasileiro por meio da produção e disseminação de conhecimentos e da assessoria ao Estado nas suas decisões estratégicas.

ipea Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

MINISTÉRIO DA
ECONOMIA

PÁTRIA AMADA BRASIL
GOVERNO FEDERAL

ISSN 1415-4765