

A Parceria Público-Privada no Project Finance como Estratégia de Garantia de Investimentos em Infra-estrutura e seu Papel na Reforma do Estado Brasileiro

Autoria: Wagner Frederico Gomes de Araújo

Resumo

Este artigo discute o papel da parceria público-privada na garantia de investimentos em infraestrutura pelo financiamento via *Project Finance*. Partindo de um contexto de privatizações do setor de infraestrutura, que, no Brasil, se efetivou na década de 1990, buscou-se mostrar como surgiu espaço para o estabelecimento de parcerias público-privadas nos setores de infraestrutura, parcerias advindas de novas instituições resultantes do processo de reforma do Estado. A parceria público-privada em infraestrutura decorre da necessidade de se manter níveis contínuos de investimentos e do reconhecimento de que nem o setor público nem o setor privado podem arcar sozinhos com esses investimentos. O *Project Finance* é colocado como uma forma de garantir o financiamento desses investimentos. Sua estrutura financeira, baseada na criação de uma pessoa jurídica para gestão do empreendimento, busca dirimir os riscos pela elevação do número de participantes e pela securitização de receitas futuras, tornando-as líquidas no curto prazo. A discussão sobre o papel do *Project Finance* em um contexto de parceria público-privada nos investimentos de infraestrutura revela que essa é uma estratégia viável para a garantia de investimentos necessários ao desenvolvimento socioeconômico do país.

1. Introdução

A crise dos anos setenta tem conduzido, nas últimas décadas, a um processo constante de reforma do Estado, com a redefinição do papel do setor público frente à oferta de bens e serviços de infraestrutura. A transferência dessas atividades para o setor privado é um ponto central nesse processo. As privatizações visavam, entre outros objetivos, desonerar o setor público dos gastos com grandes investimentos, diminuir o desequilíbrio fiscal, aumentar a eficiência nos setores de infraestrutura pela introdução da competição e garantir investimentos contínuos.

As privatizações, por outro lado, abriram um canal para estreita interação entre o setor público e o setor privado, de modo a se estabelecer parcerias para a garantia de investimentos. As alterações das funções do Estado resultaram em diversas instituições que atendem o interesse público.

Uma forma de parceria que tem sido muito difundida há vários anos em outros países, e mais recentemente no Brasil, é o *Project Finance*. O *Project Finance* é uma forma específica de arranjo financeiro para viabilização de investimentos, geralmente de grande vulto, onde uma sociedade específica é criada para gerir um investimento em infraestrutura. Sua estrutura financeira envolve, como elementos básicos, a mitigação de riscos pela elevação do número de participantes e a securitização de receitas futuras do projeto.

Diante dessa perspectiva, esse artigo visa analisar a estrutura do *Project Finance* e sua relação com o processo de reforma do Estado brasileiro, de modo a se estabelecer uma estratégia de garantia de investimentos nos setores de infraestrutura. Para tanto, após essa introdução, discute-se a crise do Estado e o processo de privatizações, com foco no caso brasileiro. Em seguida, é exposto um breve panorama da parceria público-privada nos setores de infraestrutura, bem como o papel do Estado e do setor privado. As definições e conceitos básicos sobre o *Project Finance* são inseridos na seção 4. A seção 5 discute a estrutura financeira do *Project Finance* e o papel de seus participantes. Essa seção aborda ainda os

riscos envolvidos e as estratégias para mitigá-los, além das garantias envolvidas. O papel do *Project Finance* em projetos de infra-estrutura e sua interação com o governo e os órgãos de fomento encontram-se na seção 6.

Conclui-se o artigo evidenciando o papel do *Project Finance* em um contexto de parceria público-privada como uma estratégia viável e interessante para a viabilização de investimentos em infra-estrutura, que são fundamentais no processo de desenvolvimento econômico e social do país.

2 Crise do Estado e Privatizações

A década de 1970 foi marcada por uma intensa participação do Estado na economia em todo o mundo, especialmente, no Brasil. Essa participação se deu, em grande parte, na participação de empresas públicas no oferecimento de infra-estrutura para o setor privado. O Estado brasileiro durante cinquenta anos (1930-1970) criou e absorveu empresas do setor privado devido a vários motivos, como nacionalismo econômico, socorro a empresas privadas, recursos insuficientes por parte do setor privado em setores estratégicos da economia nacional e riscos elevados em investimentos de infra-estrutura com grandes períodos de maturação.

Martins (1985:43), aponta que a participação do Estado brasileiro na economia durante a década de 1970 foi caracterizada por um movimento de forças centrípetas – de concentração de recursos no governo federal – e de forças centrífugas – de disseminação de agências e empresas independentes e relativamente autônomas para a alocação dos recursos supramencionados. Conforme o autor, somente de 1971 a 1976 foram criadas 131 empresas estatais, sendo 67 pela União, 59 pelos estados e 5 pelos municípios.

Havia cerca de trezentas empresas estatais, somente no âmbito federal, em 1979. Essas empresas variavam desde bancos até siderúrgicas, empresas de petróleo e hotéis, dentre outros setores. Segundo Pêgo Filho, Lima e Pereira (1999:11), entre 1970 e 1981 a poupança bruta do setor produtivo estatal federal, correspondeu a 3,68% do PIB, em média, representando 18,68% de toda a poupança bruta do setor privado.

Além disso, a década de 1970 caracterizou-se como um período de déficit público elevado para o equilíbrio macroeconômico, bem como a existência de níveis de inflação acima do que seria desejado. Ademais, o expansionismo estatal levou a grandes projetos de infra-estrutura sob a responsabilidade do Estado, o que exigiu grandes montantes de capital para sua implementação.

A partir da primeira, e principalmente, da segunda crise do petróleo em 1973 e 1978, respectivamente, houve uma deterioração das contas públicas da maioria dos países, gerando graves desequilíbrios macroeconômicos. Nesse contexto, o Estado brasileiro perdeu praticamente toda sua capacidade de investimento, o que adveio do progressivo endividamento público. No âmbito microeconômico, ocorreu uma forte contração dos empréstimos e financiamentos externos a empresas nacionais, tanto estatais quanto privadas. As empresas estatais, portanto, não possuíam mais recursos disponíveis para grandes empreendimentos de infra-estrutura. Essa redução de despesas implicou uma deterioração do estoque de capital em infra-estrutura e, conseqüentemente, gerou estrangulamentos em setores importantes para a retomada do desenvolvimento econômico.

Em vários países, a reação às crises da década de 1970 foi seguida por processos de reforma do Estado, com a diminuição de seu papel como provedor de infra-estrutura, gerando uma onda de privatizações e concessões ao setor privado. Na Grã-Bretanha, o lema tornou-se o *rolling back the State* durante o governo Thatcher quando, além das privatizações, foram disseminados contratos de desempenho para os prestadores de serviços de infra-estrutura ou de utilidade pública (Macedo e Alves, 1997). Na Nova Zelândia, considerado um

dos países com reformas mais radicais, foram implementadas grandes mudanças macroeconômicas, com um agressivo programa de privatizações, além da terceirização de várias atividades estatais (Carvalho, 1997).

A estratégia das privatizações surgiu como tentativa de ajuste nas contas públicas, através da venda de ativos produtivos do Estado, seja para redução do estoque da dívida pública, seja pela redução da demanda de recursos fiscais para gastos em infra-estrutura. Dessa forma, uma das principais justificativas para a privatização, no âmbito macroeconômico, foi o ajuste fiscal. Mais empresas privadas significavam, outrossim, maior arrecadação tributária para o governo, o que também poderia contribuir para a melhora das contas públicas. No plano microeconômico, as privatizações foram justificadas pelos ganhos de eficiência das empresas sob o controle privado e sua maior capacidade de investir. Giambiagi e Além (2000:387) apontam que não se pode garantir maior eficiência apenas pela transferência ao setor privado, não havendo diferenças significativas entre ambos, sendo que o principal contraste é que as empresas estatais também têm um papel importante na política econômica do governo. Os autores, por outro lado, apontam que, em mercados mais competitivos, as empresas privadas tendem a ser mais eficientes do que as estatais. No Brasil, pode-se identificar três fases da privatização (Pinheiro e Giambiagi, 1997):

- a) Década de 1980 - a primeira fase se deu por um processo de “reprivatizações”, com o objetivo de sanear a carteira do BNDES¹, o que ocorreu sem a privatização de grandes empresas estatais. Essa fase permitiu ao BNDES adquirir *know-how* para se tornar o principal agente de privatizações posteriormente;
- b) 1990 a 1995 - em 1990, foi lançado o Plano Nacional de Desestatização (PND). Nessa fase ocorreu a venda de empresas tradicionalmente estatais, além da privatização de setores inteiros. A privatização significava ainda uma peça importante na estratégia do governo de ajuste macroeconômico. Grandes empresas, como a Usiminas, escolhida para inaugurar o processo, foram privatizadas;
- c) A partir de 1995 - em 1995 foi aprovada a Lei de Concessões, estabelecendo regras para a exploração de serviços públicos pelo setor privado, abrindo caminho para um processo de maciça privatização, principalmente nos setores de infra-estrutura e serviços públicos, como telecomunicações e energia elétrica.

Com a privatização dos serviços públicos, a partir de 1995, foi necessário um esquema de regulação das empresas privadas que atendiam aos cidadãos, pois, a despeito de ser de iniciativa privada, os serviços públicos têm que ser garantidos pelo Estado². O Estado simplesmente delega ao setor privado sob condições e prazos acordados, tendo o setor privado a obrigação de investimentos previamente definidos (Moreira e Carneiro, 1994:31).

Dessa forma, a interação entre o setor público e o setor privado tem que ser contínua, pois a partir dessa interação será consolidada a posição do setor privado em infra-estrutura. Adicionando o fato do Estado brasileiro ainda ocupar um papel fundamental na economia nacional e a melhora do cenário macroeconômico na década de 1990, cria-se condição para que se efetivar a parceria público-privada nos setores de infra-estrutura.

3. A Parceria Público-Privada em Infra-Estrutura

A discussão sobre parceria público-privada (PPP) reside, inicialmente, nos requisitos para sua viabilização. Moreira e Carneiro (1994), apontam duas condições básicas para sua efetivação:

- a) o consenso de que novos investimentos em infra-estrutura não podem ser mantidos apenas pelo governo ou apenas pelo setor privado;
- b) a definição do Estado pelos setores de infra-estrutura nos quais é desejável uma maior interação com o setor privado.

Ademais, são necessárias outras condições para a efetivação da PPP. A estabilidade econômica é favorável a novos investimentos, pois reduz os riscos e as incertezas. A credibilidade do governo e do país complementa a segurança da estabilidade macroeconômica, possibilitando a captação de recursos a taxas de juros mais atraentes, pois o risco de *default* é menor. A existência de um ambiente regulatório adequado trata da transparência e estabilidade das regras seguidas pelos agentes privados nos mercados de serviços públicos e de infra-estrutura, possibilitando uma perspectiva de investimentos de longo prazo ao setor privado. O desenvolvimento do mercado de capitais possibilita maior facilidade na captação de recursos para financiar investimentos. Um sistema financeiro desenvolvido, do mesmo modo, amplia as possibilidades de financiamento de projetos de infra-estrutura, além de ampliar a possibilidade de *hedge* (cobertura). Um mercado de seguros maduro possibilita mitigar riscos típicos de incertezas dos projetos de longo prazo e de longa maturação. O desenvolvimento dos fundos de pensão contribui para a alavancagem de projetos de longa maturação, pois os fluxos de despesas dos fundos são realizados no longo prazo. Essas condições refletem o fato do setor privado buscar um ambiente estável e previsível, onde as incertezas são minimizadas. Por isso, a PPP pode se concretizar mesmo que uma ou mais dessas condições não esteja presente, desde que o setor privado avalie a operação em um risco aceitável.

Kettl (In Pereira e Spink, 1998:98), aponta quatro diferentes situações de interação entre o setor público e o setor privado, sendo que cada um é caracterizado por uma perspectiva de governo. Essa tipologia é resumida no Quadro 1 abaixo.

Quadro 1 – Interação Público-Privada

Setor Privado	Perspectiva	Setor Privado	Perspectiva
Beneficiários de serviços público	Reatividade	Formuladores de políticas	de Responsabilização
Cidadãos-contribuintes	Eficiência	Parceiros na oferta de serviços	Eficácia

Adaptado de: Kettl In Pereira e Spink, 1998:98.

Primeiramente, o setor privado pode se caracterizar como beneficiário de serviços públicos, sem intervenção direta no seu provimento. Sua perspectiva é de reatividade diante da prestação de serviços pelo Estado. Na segunda abordagem, o setor privado se considera um *tax-payer*, que quer ver uma redução do Estado para pagar menos tributos, contudo, busca o mesmo nível de serviço, focando-se, assim, na eficiência dos gastos públicos. Na terceira categoria, o setor privado participa diretamente da formulação de políticas públicas, exigindo a responsabilização pelos atos do governo (*accountability*). Por fim, a última categoria abre espaço para a PPP, pois o setor privado é parceiro na oferta de serviços e cobra do governo a eficácia em suas ações, ou seja, fazer com que elas alcancem suas metas e objetivos.

Pereira (1997), aponta que,

Para delimitar com clareza as funções do Estado é preciso, a partir do conceito de Estado, distinguir três áreas de atuação: (a) as atividades exclusivas do Estado; (b) os serviços sociais e científicos do Estado; e (c) a produção de bens e serviços para o mercado. Por outro lado é conveniente distinguir, em cada uma dessas áreas, quais são as atividades principais (core activities) e quais as auxiliares ou de apoio.

O Quadro 2 abaixo resume em uma matriz essas áreas e atividades do Estado. Entende-se como atividades principais exclusivas do Estado aquelas definidas politicamente pelo sistema constitucional, como administração da justiça, segurança nacional, poder de legislar, poder de tributar, a garantia da moeda, a formulação de políticas econômicas e sociais e outras atividades condizentes com seu monopólio do poder legítimo. O interessante na definição de Pereira é que, excetuando as atividades principais exclusivas de Estado, as

outras atividades tendem a ser compartilhadas ou delegadas ao setor privado pela publicização, pela terceirização e pela privatização. A primeira diz respeito às entidades públicas não-estatais, ficando os serviços como saúde, educação e pesquisa atribuídos a novos atores da sociedade civil, como as organizações sociais e as ONG's.³ A terceirização é a transferência de atividades não-essenciais ao Estado para o setor privado, como a limpeza e vigilância do patrimônio público, transporte de autoridades, além dos serviços técnicos e de informática para funcionamento da burocracia estatal. Por fim, o movimento de privatização, como anteriormente descrito, significou a transferência da produção de bens e serviços para o mercado.

Desses movimentos surgem novas instituições no processo de reforma do Estado, como mostrado no Quadro 3. As atividades auxiliares dão lugar a empresas terceirizadas do setor privado. A publicização dá origem às já mencionadas entidades públicas não-estatais. A privatização dá origem a empresas privatizadas. Nesse arcabouço teórico, surge grande espaço para a PPP, uma vez que o setor privado passa a atuar em várias atividades até então exclusivamente estatais. No caso de infra-estrutura, a PPP poderia se dar no investimento para a produção de bens e serviços para o mercado ou em pesquisas para o desenvolvimento do setor. Essas parcerias podem, dessa forma, assumir modelos distintos conforme a atuação do Estado e do setor privado.

Quadro 2 – Delimitação da Área de Atuação do Estado

	Atividades Exclusivas do Estado	Serviços Sociais e Científicos	Produção de Bens e Serviços p/ o Mercado
Atividades Principais (Core)	ESTADO Enquanto Pessoal	↓ publicização	↓ privatização
Atividades Auxiliares	_____	terceirização →	→

Fonte: Pereira, 1997:13.

Quadro 3 – Instituições Resultantes da Reforma do Estado

	Atividades Exclusivas do Estado	Serviços Sociais e Científicos	Produção de Bens e Serviços p/ o Mercado
Atividades Principais (Core)	ESTADO Enquanto Pessoal	Entidades Públicas Não-Estatais	Empresas Privatizadas
Atividades Auxiliares	Empresas Terceirizadas	Empresas Terceirizadas	Empresas Terceirizadas

Fonte: Pereira, 1997:17.

3.1 Modelos de parceria público-privada

Diversas são as formas e modalidades de PPP, sendo que cada uma apresenta uma estrutura básica com arranjos e padrões bem definidos, que visam adequar a parceria aos objetivos desejados, além de viabilizar sua implantação. Segundo Moreira e Carneiro (1994:32), pode-se, sucintamente, classificar os modelos de PPP em:

- BOT (Build-Operate-Transfer)** – mecanismo clássico de concessão para exploração, construção e prestação de um serviço por período determinado, ao fim do qual, o projeto retorna ao Estado. Pode-se citar, neste caso, a exploração de serviços de telefonia celular da “Banda B”, onde inicialmente o Estado vendeu somente direito de exploração;
- BTO (Build-Transfer-Operate)** – trata-se de uma modalidade na qual a construção é separada juridicamente da operação. O setor privado constrói o empreendimento e o entrega ao Estado, antes da exploração do serviço, que passa ser detentor do direito de concessão e, mediante outro dispositivo jurídico, concede a exploração à mesma empresa

ou a outra. Pode-se mencionar como exemplo a construção de uma hidrelétrica no modelo BTO;

- c) BOO (*Build-Own-Operate*) – mecanismo análogo ao BOT, com a diferença que não há prazo final de concessão, sendo a propriedade do projeto totalmente privada, sem retorno do empreendimento ao Estado. As usinas termelétricas e pequenas hidrelétricas particulares estão incluídas nesse modelo;
- d) BBO (*Buy-Build-Operate*) – neste caso, a venda representa a transferência de propriedade de um ativo já em operação, acompanhada da obrigação de operação e de eventual expansão por parte dos novos controladores. Inclui-se nessa modalidade a operação e expansão dos serviços das empresas de telefonia privatizadas;
- e) LDO (*Lease-Develop-Operate*) – o Estado arrenda um ativo existente ao setor privado, exige a realização de melhorias e pequenos investimentos, em geral de recuperação, e firma um contrato de operação privada. Algumas concessões de rodovias adotam esse formato de parceria;
- f) CAO (*Contract-Add-Operate*), *Super Turnkey* e *Operations and Maintenance Contract* – consistem em formas de terceirização dos serviços públicos, podendo englobar a realização de pequenos investimentos, não caracterizando uma concessão.

Em geral os modelos de PPP envolvem um consórcio entre participantes para administrar uma concessão, constituindo uma *Sociedade de Propósito Específico* (SPE), ou *Special Purpose Company* (SPC), com personalidade jurídica distinta dos sócios ou controladores. Uma SPC pode envolver diversos participantes, que se incluem, basicamente, em três categorias: os sócios-controladores, os sócios minoritários e os patrocinadores. Cada grupo possui diversos interesses no projeto, o que reflete suas ações sobre o mesmo. Diante desses interesses os grupos se articulam para complementar e somar seus recursos para exploração de serviços. Uma das principais modalidades para a montagem de um consórcio para exploração de um serviço que tem se desenvolvido atualmente é o *Project Finance*.

4. O *Project Finance*

O *Project Finance* ou *Project Financing* (PF) é, segundo Azeredo (1999), uma modalidade específica de financiamento de projetos, onde uma pessoa jurídica é constituída especificamente com o intuito de realizar o projeto ou oferecer determinado serviço, especialmente em infra-estrutura. Segundo Borges (1998:111),

Os exemplos mais comuns de operações de project finance que vêm sendo executados no mundo estão na área de infra-estrutura, envolvendo reservatórios de petróleo, refinarias, plataformas, campos petrolíferos, oleodutos convencionais, indústria petroquímica, hidrelétricas, termelétricas (energia em geral), transportes, sistemas de trânsito de massa, plantas de manufatura industrial, mineração, siderurgia e saneamento básico.

Para Nevitt e Fabozzi (1995), *Project Finance* é “o financiamento de uma determinada unidade econômica, no qual o credor se satisfaz em olhar inicialmente para o fluxo de caixa e para as receitas desta entidade como a fonte de pagamento do empréstimo e para os ativos desta unidade econômica como os colaterais para o empréstimo.” Conceito análogo é definido por Finnerty (1999), onde o termo diz respeito à captação de recursos para financiar o investimento de capital economicamente separável, ou seja, de SPEs. Os provedores de recursos vêem o fluxo de caixa e ativos do projeto como fonte primária de recursos para atender ao serviço da dívida (juros), mais a amortização do principal, sendo que os fluxos de recursos são definidos de acordo com as características do fluxo de caixa.

Um traço fundamental na definição e distinção do *Project Finance* das demais modalidades de financiamento, em especial do *Corporate Finance*⁴, é a concessão de crédito a uma entidade jurídica independente, as SPEs ou SPCs. Dessa forma, a estrutura do financiamento está alicerçada na capacidade financeira do projeto a cargo da SPC, sendo que a decisão dos credores será baseada na perspectiva do projeto de remunerar o capital investido com seu próprio fluxo de caixa, ou seja, sem solidariedade com os acionistas. Como as SPEs são empresas independentes, pode-se aproveitar a modalidade *Project Finance* para se obter um melhor *rating*⁵ em seus financiamentos.

Assim, de forma geral, o conceito de *Project Finance* envolve a implementação de um empreendimento, geralmente de grande vulto, por uma pessoa jurídica ou unidade econômica com fins específicos, onde os financiadores baseiam seus empréstimos nas capacidade futura do fluxo de caixa do empreendimento, existindo uma garantia colateral dos credores (*lenders*). Os credores, para aceitar o projeto, precisam estar cientes do *know-how* na área do projeto dos administradores do empreendimento, da capacidade dos gestores em implementar o projeto e negociar mecanismos financeiros com a comunidade financeira, bem como das possibilidades de fluxos financeiros estáveis.

A estruturação do PF exige uma série de instrumentos financeiros, comerciais e jurídicos para mitigação de riscos e um controle eficiente sobre os fluxos financeiros do projeto, o que inclui a criação de *escrow account* (conta-garantia bloqueada) para arcar com exigibilidades e fluxos operacionais. A origem do *Project Finance* está exatamente com o intuito dos participantes (*players*) em compartilhar e mitigar riscos, evitando concentrá-los em um único empreendimento ou setor.

A alternativa do PF se apresenta especialmente interessante em três tipos de empreendimentos:

- a) Investimento de grande porte, desobrigando os empreendedores (*sponsors*) quanto à concessão de garantias. Os débitos do financiamentos constam somente no balanço da SPC (*off balance* para os empreendedores);
- b) Envolvimento de empresas que, associadas, apresentam sinergias positivas, podendo haver agregação de potencial de mercado, tecnologia, experiência na execução e montagem do projeto e capacidade operacional. O exemplo mais comum é quando empresas demandantes e concorrentes se unem a fornecedores e construtores montando uma SPC para geração própria de energia elétrica;
- c) Implantação de projetos de infra-estrutura em regime de concessão em que o setor privado não está disposto a assumir aportes elevados de recursos. O envolvimento de um número maior de empresas e agências governamentais dão estabilidade às regras de concessão.

Apesar da vasta experiência mundial no *Project Finance*, no Brasil, a introdução dessa modalidade de financiamento ocorreu somente na década de 1990, a partir do Plano Nacional de Desestatização, com a privatização de grandes empresas dos setores de infra-estrutura, o que fez o setor privado demandar recursos para novos investimentos.

Existe uma peculiaridade no caso brasileiro que deve ser ressaltada. Em um projeto de investimento com recursos orçamentários diretos do Estado, não costuma haver financiamento, exceção feita aos empréstimos externos. No caso de empresas estatais, os financiamentos podem ser obtidos de agentes públicos, como o BNDES, do setor privado e do exterior, geralmente com o aval do Tesouro Nacional. Tal fato reduziria o risco de crédito para os bancos e credores, já que a contínua arrecadação tributária diminuiria a possibilidade de falência do negócio. Quando trata-se de concessão de serviços públicos, o direito brasileiro impossibilita que os credores possam assumir a conclusão da implantação ou a operação do projeto, sendo esta prática considerada fraude no processo licitatório. Daí a conclusão de que, no direito brasileiro, só é possível implantar o *Project Finance* para pessoas jurídicas de direito privado, de controle estatal ou privado. Essa característica, contudo, não deve ser

considerada como um grande obstáculo para a viabilização de PPPs pelo *Project Finance*, já que o governo pode agir por suas empresas estatais, ainda muito significativas na economia.

Giambiagi e Além (2002:432-33), apontam duas características importantes para a recém popularização do *Project Finance* no Brasil. A primeira é a solução para a ausência de garantias, um problema tradicional de projetos de grande porte, sendo a garantia o próprio fluxo de caixa do projeto. A segunda, no caso de empresas estatais, é a possibilidade de realizar investimentos *off balance* que seriam desvinculados das estatísticas de déficit público. Uma vantagem explícita do PF é que os *players* são solidários entre si “no projeto”, não guardando nenhuma relação em seus outros negócios. Por isso o *Project Finance* possui uma estrutura financeira muito peculiar.

5. Estrutura Financeira e Participantes do *Project Finance*

Na estrutura financeira do PF, as partes financiadoras do projeto procuram, por uma operação integrada e conjunta, estabelecer as receitas a serem geradas com a operação do projeto para a amortização do investimento, ou seja, a securitização das receitas ou dos recebíveis. A securitização envolve a transformação de um crédito em um título, e os recebíveis são ingressos esperados no fluxo de caixa. A grande vantagem dessa operação está na conversão de um ativo futuro em um ativo de liquidez imediata, antecipando os recebimentos do fluxo de caixa. Dessa operação pode surgir o fluxo inicial dos projetos, ao mesmo tempo que os credores tem a garantia do recebimento do fluxo de caixa futuro. Esse é um ponto central da estrutura do PF. Outra característica a salientar é a intensiva utilização da redução de riscos através do sua repartição (*unbundling*). Essa repartição, como aponta Rodrigues Júnior (1997:12), envolve a utilização de títulos e derivativos. Como dito anteriormente, a estrutura do PF se baseia na criação de uma SPC, onde ocorre a separação dos riscos do negócio e o risco dos financiadores. Dessa estrutura surgem diversos participantes, tendo a SPC ou SPE como ponto central. A Figura 1 abaixo ilustra a estrutura resumida do *Project Finance*.

Figura 1 – Estrutura do *Project Finance*



Fonte: Borges e Faria, 2000:251.

Nessa estrutura pode-se identificar os seguintes participantes, além da SPE:

- a) Poder Concedente, em geral o Estado;
- b) Acionistas (*Sponsors*) – possuem interesse direto no projeto, o qual torna-se mais uma oportunidade de negócio;
- c) Compradores (*Off-takers*);
- d) Financiadores (*Lenders*) – bancos, agências bilaterais e multilaterais, fundos de pensão e fundos de investimento;
- e) Operadores (*Operators*);
- f) Banco Líder (*Arranger*) – é o estruturador, um dos bancos envolvidos no financiamento que possui a missão de estruturar o financiamento, sendo o responsável pelos termos do empréstimo e pela documentação;
- g) Fornecedores (*Suppliers*);
- h) Construtores (*Constructors*);
- i) Seguradoras (*Insurance Companies*);
- j) Conselheiro Financeiro (*Financial Advisor*) – Geralmente, um banco comercial de reconhecida reputação, cujo papel é instruir os acionistas quanto aos riscos

envolvidos e quais seriam os instrumentos e as fontes de financiamento que poderiam mitigá-las; k) Engenheiro Independente (*Independent Engineer*) – desempenha um papel semelhante ao dos auditores independentes, ou seja, assegura aos demais participantes a viabilidade e as condições técnicas do projeto; l) Agente Fiduciário (*Trustee*) – responsável pela administração do fluxo de caixa, realização de pagamentos e o controle sob o recebimento de receitas do projeto; m) Assessoria Jurídica (*Legal Advisors*) – devido à complexa estrutura contratual do PF é uma das figuras mais importantes na fase de análise e preparação do financiamento.

Na estrutura típica do *Project Finance* todos os participantes estão envolvidos em algum risco e possuem responsabilidades específicas. Essas responsabilidades e os riscos devem estar enumerados nos contratos do financiamento. Os contratos de risco substituem as garantias usuais⁶ pelas garantias de performance do projeto. Desse arcabouço surge um arranjo jurídico complexo, oneroso e demorado, pois são várias as soluções a serem propostas. Nesse ponto a estabilidade e a confiabilidade do ambiente legal, bem como o cumprimento dos contratos é essencial para a implantação do projeto.

Os contratos devem conciliar os diversos interesses envolvidos em um projeto, uma vez que pode haver divergências iniciais quanto algumas concepções. Por exemplo, o órgão financiador do governo pode ter uma visão completamente distinta dos objetivos de um PF do que um grupo de investidores, mas ambos têm interesse em sua realização. Daí surgem, basicamente, três tipos de negociações necessárias para a efetivação do projeto. O primeiro, é definir o papel dos agentes interessados no controle da SPC, quanto cada um aporta e quem terá o poder decisão e veto. O segundo, entre os controladores e demais financiadores, define os critérios de governança da SPC de acordo com as normas de financiamento do credor. O terceiro, envolve o governo e os controladores, ou os candidatos a controlador e o governo, no caso de concessões. Devem, nesse ponto, ser definidos os compromissos perante o Poder Público e a sociedade, as obrigações, prazos, regras, benefícios e possibilidade de parceria.

Estabelecidas as obrigações e responsabilidades, pode-se definir as formas de financiamento do projeto (Benoit, 1995). A primeira delas é o financiamento com recursos próprios dos acionistas (*Equity*), onde usualmente se começa um PF, onde os acionistas passam a ter direito sobre a participação acionária da SPC. Dessa forma, pode-se distinguir duas variações:

- a) *equity* direto, onde os investidores têm participação na administração e na operação;
- b) *equity* portfólio, no qual os investidores só fornecem os recursos financeiro e a administração é competência dos demais acionistas.

A segunda principal forma de financiamento advém de recursos de terceiros (*Debt*). Os recursos de terceiros não implicam participação direta na SPC. Segundo Borges e Faria (2002:263), “o atributo principal da dívida é o retorno sobre o investimento, compatível com o retorno tradicionalmente auferido em operações de crédito, mas provisionando proteção contra perdas provenientes, principalmente, dos ativos do projeto.” A dívida pode ser contraída via negociações com os investidores ou por captações no mercado de capitais. No PF é interessante a participação de construtores, fornecedores, compradores e outros participantes no financiamento da SPC, especialmente quando o projeto visa atender um determinado consumidor ou fornecedor. Além disso, as agências governamentais podem oferecer linhas de crédito a empreendimentos estratégicos para a economia nacional.

Há ainda uma terceira forma, a de recursos híbridos (*Quasi Equity*), onde os recursos de terceiros assumem peculiaridades de recursos próprios, como as debêntures conversíveis em ações. Seu principal diferencial decorre de serem preferidos pelos demais credores em caso de quebra, só preferindo aos sócios.

Diante dessas *formas* de financiamento, surgem diversas *fontes* de financiamento (*funding*) necessárias aos grandes empreendimentos de infra-estrutura. Os principais

financiadores do PF, além dos fornecedores na fase de construção, são aqueles que dispõem de grande volume de recursos e esperam retornos de longo prazo, como os fundos de pensão, alguns fundos de investimentos, seguradoras, bandos de investimento e outras instituições financeiras. Além disso, os governos podem financiar projetos por agências e bancos estatais, como o BNDES, ou empresas estatais interessadas no projeto. No plano internacional, encontram-se as agências multilaterais como o Fundo Monetário Internacional (FMI), o Banco Mundial (Bird) e o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID).

Existe ainda a alternativa do *leasing*, geralmente utilizada para bens de capital. As captações no mercado de capitais – como Certificado de Depósito Bancário (CDB), *commercial papers*, debêntures, ações, opções e futuros – contribuem para o levantamento de recursos de curto prazo para o empreendimento. No caso brasileiro, deve-se ressaltar duas características negativas associadas a esses financiamentos. Em primeiro lugar, ainda não há um desenvolvimento efetivo dos fundos de pensão e fundos de investimento de longo prazo, o que leva à segunda característica: um mercado de capitais ainda incipiente para a demanda de recursos para projetos de infra-estrutura. Esse fato faz com que o PF, no Brasil, apresente riscos maiores e necessidade de garantias adicionais para a concessão de financiamentos de longo prazo.

5.1 Riscos, garantias e estratégias mitigadoras

O *Project Finance* apresenta diferentes tipos de riscos para os diversos participantes envolvidos. Na teoria econômica, ocorre risco quando são conhecidos os vários resultados e as probabilidades de cada um deles decorrentes de um conjunto de ações em uma situação. Quando as probabilidades são desconhecidas, tem-se uma incerteza. Dessa forma, os riscos estão associados a possibilidades de inadimplência do devedor. A Tabela 1 apresenta a classificação de risco (*rating*) de duas agências internacionais de classificação. É importante salientar que, quanto maior a probabilidade de inadimplência, maior será o *spread* sobre o financiamento e maior terá que se o retorno do capital investido no projeto.

Tabela 1 – Probabilidade de Inadimplência (PI)*

Ratings Moody's/S&P	Moody's	Standard & Poor's
Aaa/AAA	0	0
Aa1/AA+	0	0
Aa2/AA	0	0
Aa3/AA-	0,06	0,03
A1/A+	0	0,02
A2/A	0	0,05
A3/A-	0	0,05
Baa1/BBB+	0,07	0,12
Baa2/BBB	0,06	0,22
Baa3/BBB-	0,39	0,35
Ba1/BB+	0,64	0,44
Ba2/BB	0,54	0,94
Ba3/BB-	2,47	1,33
B1/B+	3,48	2,91
B2/B	6,23	8,38
B3/B-	11,88	10,32
CCC	18,85	21,32

Fonte: Moody's <<http://www.moody.com>>; Standard & Poor's <<http://www.standardandpoors.com>>. * Número esperado de inadimplências, em um ano, para cada grupo de 100 componentes da correspondente classe.

Ao se analisar a classificação de riscos de diversos autores, pode-se resumir os riscos de duas origens distintas: os riscos do projeto e os riscos do país.

Dentre os riscos do projeto, encontram-se os riscos de construção, os riscos de operação e os riscos financeiros. Os riscos de construção envolvem a possibilidade de atraso,

abandono da obra por parte da empresa encarregada, aumento de custos para a construção, risco de escolha de tecnologia inadequada, risco ambiental, risco de desistência dos participantes e risco de avaliações e estimativas erradas. Os riscos de operação envolvem o risco de falta de suprimento, risco de mercado consumidor, risco de ingerência operacional, risco de preço do produto inadequado, risco operacional técnico e de custo, risco de danos ambientais, risco de utilização de tecnologia inadequada, além do risco legal nos diversos contratos. Os riscos financeiros, por sua vez, dizem respeito ao risco de taxas de juros, risco cambial e risco do sindicato dos credores.

Os risco do país, ou soberano, está associado a características políticas, econômicas, sociais e geográficas específicas de um determinado país. O risco político está ligado à capacidade de um governo mudar as normas institucionais-legais para os investidores, como reajustes tarifários e alterações nos impostos. O risco macroeconômico envolve alterações bruscas na condução das políticas monetária, fiscal e cambial de modo a alterar variáveis econômicas como o crescimento, a inflação, a taxa de câmbio, as taxas de juros, o déficit público e a dívida pública. Existe ainda o risco de caso fortuito ou força maior (*acts of God*), relacionado à eventualidade através de ocorrência de um fato que possa implicar uma perda substancial ou total do capital, como catástrofes naturais advindas de características geográficas e catástrofes de cunho sociocultural. O risco soberano envolve, portanto, a credibilidade do governo e a estabilidade das instituições.

Há, contudo, várias medidas mitigadoras dos riscos envolvidos no PF, como seguros, contratos, instrumentos de mercado, oneração de ativos, participação de instituições internacionais, consócio de agentes financeiros, *escrow account* e outros. Cada instrumento mitigador atende a um risco específico. O risco financeiro pode ser diluído por um consórcio de agentes financeiros, que repassam seus riscos a terceiros, em um tipo de resseguro. Pode-se ainda dividir o projeto em módulos com prazos e condições distintas.

Os instrumentos de mercado como as operações de *hedge* nos mercados derivativos (opções e futuros), os *swaps* e contratos de taxas de juros também podem diminuir o risco de variáveis macroeconômicas sobre as finanças do projeto.

Os riscos políticos podem ser atenuados pela assunção de financiamentos em bancos locais, supondo que estes seriam estéreis a crises internacionais, pressuposto que dificilmente é verificado. A obtenção de recursos de agências multilaterais diminuem a exposição ao risco político do país. Essas agências também oferecem seguros contra riscos políticos. Os seguros são bastante difundidos para risco de força maior, mesmo que cubram até determinado limite. Relaciona-se ainda o seguro-garantia, que é um contrato acessório que visa assegurar a plena satisfação do objeto contratual.

Os riscos legais envolvem a elaboração das medidas mitigadoras e a constituição das garantias, acompanhamento das medidas legais e administrativas, negociação de inadimplência e ações judiciais, de forma que, envolve um risco de aumentar ou reduzir o risco de todo o projeto. Os contratos são amplamente utilizados para minimizar os riscos em transações financeiras, devendo ser compatíveis com a legislação vigente das partes envolvidas. Os vários tipos de contratos envolvem o pagamento periódico de uma quantidade de produtos ou serviços com ou sem recebimento dos mesmos, garantia de venda, garantia de compra, garantia de preços e custos e garantia de fornecimento de matéria-prima.

A estrutura de garantias, como expõem Monteiro Filha e Castro (2000:110), é uma variável importante do ponto de vista dos financiadores, devendo ser negociada na concessão de empréstimos. Segundo os autores, existem três sistemas de garantias: *full recourse*, *limited recourse* e *non recourse*. O *full recourse* envolve um sistema tradicional de garantias e os atenuantes de risco não são usualmente utilizados. Os outros dois modelos são utilizados quando existem contratos de compra e venda de longo prazo. No *non recourse*, as garantias são ativos do próprio projeto e a qualidade do fluxo de caixa, sendo a estrutura

tradicional do PF. Já o *limited recourse* é um sistema intermediário com garantias tradicionais e recebimentos futuros. Os autores apresentam um estudo de Howcroft e Fadhley, onde é mostrada a participação das estruturas de garantia em projetos de PF realizados pelo setor bancário. Apesar da estrutura tradicional *non recourse* ter participação de 21%, a participação de várias outras estruturas e de combinações é bem intensa. Essas combinações são extremamente úteis nos casos de infra-estrutura, especialmente no Brasil, onde algumas peculiaridades supramencionadas impedem a adoção de um estrutura puramente *non recourse*, mostrando a grande versatilidade do PF nesses empreendimentos.

Tabela 2 – Estruturas de Project Finance

Participação dos Tipos de Estruturas no Total de *Project Finance* Realizado*

Tipos de estruturas de <i>Project Finance</i>	Participação no Mercado (%)
<i>Non Recourse</i>	7
Garantia Referente a Compromissos dos <i>Sponsors</i>	14
Acordo em Caso de Déficit de Caixa	15
Garantia de <i>Pre-Completion</i> **	21
Financiamento <i>Full Recourse</i>	21
Mistura de Garantias (<i>Limited Finance</i>)	22
Total	100

Fonte: Howcroft e Fadhley In Monteiro Filha e Castro, 2000:112.

* número de bancos da amostra = 28. ** *completion* = conclusão física do projeto.

6. *Project Finance* em Infra-Estrutura e sua Interação com o Governo

Os investimentos em infra-estrutura necessitam de aportes elevado de recursos, exigindo maior grau de alavancagem, o que tem contribuído para a utilização do PF. Ademais, o fluxo regular de recursos e a participação de um número maior de participantes diminuem o risco e ampliam a possibilidade de utilização dessa forma de financiamento em todo o mundo. Dentre as principais experiências mundiais, pode-se mencionar o *EuroTunnel* (França/Inglaterra), o *North-South Expressway* (Malásia), o *Bankok Second Stage Expressway* (Tailândia), o *Sydney Harbour Tunnel* (Austrália), o *Sajião Power Plant* (China), dentre muitos outros (Rodrigues Júnior, 1997:46).

Os governos, para viabilizar PPPs em infra-estrutura, devem saber a demanda da sociedade para se definir os empreendimentos, de forma a alocar os recursos necessários. A PPP em infra-estrutura exige longos prazos de maturação e uma equalização dos interesses dos diversos atores. O importante a se destacar é que esses investimentos são, muitas vezes, essenciais para o crescimento e desenvolvimento econômico do país a longo prazo. Além de novos empreendimentos (*green field*), também são necessárias ampliações de empreendimentos existentes (*brown field*) para o atendimento da crescente demanda por infra-estrutura.

Com relação ao desenvolvimento social, os investimentos em infra-estrutura são fundamentais na diminuição da pobreza, na medida que ampliam a oportunidade de acesso a bens públicos essenciais, com fortes externalidades⁷ positivas para toda a sociedade. O crescimento sustentável do país depende sobremaneira de sua capacidade de gerar os insumos de infra-estrutura necessários. A ampliação e disseminação da tecnologia permite diminuir o preço de bens com custo unitário elevado ampliando seu consumo pela sociedade.

O *Project Finance* pode atuar para solucionar *trade-off* dos serviços de utilidade pública. Essa contradição decorre do fato desses serviços requererem grandes montantes de investimento em tecnologias caras, mas precisam operar com baixo custo para atender toda a população. Ao se deslocar as garantias para seu fluxo de caixa, pode-se diminuir o custo dos serviços, pois os financiamentos tradicionais teriam um custo maior.

Dadas as características socioeconômicas brasileiras, esses investimentos são de difícil concretização sem a participação do Estado, seja atuando como regulador dos serviços,

seja atuando como financiador dos projetos. O equilíbrio fiscal torna-se uma condição *sine qua non* para a efetivação desse papel do Estado como parceiro estratégico dos setor privado. O governo pode assumir, portanto, a função de promotor ou de facilitador de investimentos em infra-estrutura. O *Project Finance* permite compatibilizar as duas posições, possibilitando ainda o aprimoramento do marco regulatório devido à intensa troca de experiências com o setor privado.

Conforme Rodrigues Júnior (1997:27), vários países, como a Coréia do Sul, as Filipinas, os EUA e o Japão possuem tributos vinculados a investimentos em infra-estrutura. Esses recursos garantem continuidade da política de investimentos frente às discontinuidades orçamentárias decorrentes de decisões políticas. Contudo, a vinculação impede a securitização das receitas tributárias, o que prejudicaria o PF. Outros países adotam esquemas de subsídios cruzados, pois alguns setores apresentam quebras de monopólio natural, garantindo, assim, a rentabilidade inicial do empreendimento.⁸ A relação entre investimentos e incentivos de infra-estrutura com a política fiscal é estreita, e envolve, na maioria das vezes, algum sistema tributário específico. As obrigações tributárias são uma parcela importante do fluxo de caixa das empresas, mas ao mesmo tempo compõem uma peça fundamental do equilíbrio fiscal do governo. Contudo, a transferência da maioria dos investimentos ao setor privado, a conseqüente diminuição das despesas de capital e a elevação da arrecadação de tributos indiretos sobre os serviços de infra-estrutura podem compensar as perdas de arrecadação com benefícios fiscais. Nessa forma, o PF assume um papel importante na política fiscal, mesmo que o governo não participe diretamente nos investimentos, pois viabiliza os investimentos sem contribuir para a elevação do déficit público.

O governo, no PF, assume ainda uma posição de fomento a novos empreendimentos, visando, sobretudo, complementar a ação do mercado de capitais, ainda muito incipiente no Brasil. Destaca-se, assim, a função exercida pelo BNDES, principal órgão do governo envolvido nos projetos de PF. Segundo Borges e Faria (2002:265), o BNDES tem um peso expressivo em operações internas como provedor de recursos de longo prazo, atuando por agentes repassadores, em renda fixa e em renda variável. Os autores salientam que esse papel está gerando até mesmo uma distorção devido ao peso excessivo do BNDES nesse mercado de crédito. O BNDES atua como agente detentor de grande *know-how* em PF, especialmente nas relações jurídicas específicas brasileiras. O banco estabeleceu o limite mínimo de 20% de capital próprio, sendo que as operações de longo prazo tiveram em torno de 70% de repasses e 30% de participação do banco. Seu papel também inclui a análise de projetos detalhada, de modo a garantir sua lucratividade, a concessão de garantias essenciais ao PF e a articulação dos diversos participantes envolvidos. Ademais, a disseminação dos conceitos do *Project Finance* tem sido uma preocupação contínua de seu corpo técnico. O BNDES é o principal representante do Estado brasileiro para viabilização das políticas públicas de infra-estrutura. Na condição de agente financeiro, o banco também pode realizar projetos rentáveis, que garantam novos fluxos de investimentos.

Para o setor privado, os investimentos em infra-estrutura possuem elevados potenciais de lucratividade (Rodrigues Júnior, 1997:16). Além disso, os mercados de infra-estrutura são consideravelmente mais estáveis que outros mercados, e mais seguros que aplicações financeiras de alta volatilidade. Assim, o setor privado tem grandes incentivos em participar de parcerias com o setor público, de modo a viabilizar investimentos nesses setores. Dentre os setores com maior potencial de negócios para o PF no Brasil, pode-se elencar: energia hidrelétrica e termelétrica, petróleo e gás, petroquímica, transportes, terminais portuários, telecomunicações, saneamento, mineração, industrial (*commodities*), lazer de grande porte e edificações públicas (Piccinini, 1996). Tais setores, como se pode perceber, são essenciais ao desenvolvimento econômico e social do país, de modo que sua garantia pela

estratégia de parceria público-privada, viabilizada pelo *Project Finance*, é fundamental para a sociedade brasileira.

7. Conclusão

O papel do Estado tem sido reformulado ao longo das últimas décadas. A crise dos anos 1970 reduziu sobremaneira a capacidade fiscal dos governos, de modo que os investimentos infra-estrutura até então realizados foram reduzidos drasticamente. Uma das soluções encontradas para manter o fluxo de investimentos e garantir o crescimento econômico foi a transferência de ativos de infra-estrutura ao setor privado, bem como a concessão para a exploração de novos serviços de infra-estrutura. No Brasil, as privatizações tiveram início na década de 1980, mas somente se efetivaram na segunda metade da década posterior, onde grandes empresas de serviços públicos foram privatizadas.

As privatizações propiciaram também maior interação entre o setor público e o setor privado. Essa interação foi o primeiro passo para o estabelecimento de parcerias público-privadas. A necessidade de novos investimentos e a percepção de que esses investimentos não podem ser mantidos somente pelo Estado ou somente pelo mercado tornam viáveis as parcerias. Ademais, o setor privado busca um ambiente de equilíbrio macroeconômico e estabilidade institucional, condições essas também fundamentais para o ajuste fiscal do governo. A delegação de funções do Estado ao setor privado deu origem a outras formas de parceria, além da participação de setores de infra-estrutura privatizados, gerando novas instituições resultantes do processo de reforma.

Vários são os modelos de parceria, sendo que, em geral, eles envolvem a criação de uma Sociedade de Propósito Específico para a gestão do projeto. Essas sociedades concentram diversos participantes com interesses distintos, sendo que uma das modalidades mais comuns para criação de um consórcio para explorar serviços de infra-estrutura é o *Project Finance*.

O *Project Finance* tem como ponto fundamental a antecipação de recebíveis pela securitização de receitas e a diluição dos riscos entre os participantes, pois cada um assume uma responsabilidade. Torna-se possível, então, uma maior alavancagem financeira, devido à grande quantidade de participantes e à diluição de riscos, convertendo benefícios privados em benefícios públicos, pois os bens de infra-estrutura são de grande utilidade para toda a sociedade. Ao tratar contabilmente a Sociedade de Propósito Específico de forma diferente de seus controladores, o *Project Finance* contribui para obtenção de melhores taxas de risco e evita a contaminação com os balanços dos controladores.

Ao envolver vários participantes, como sócios, bancos, financeiras, seguradoras, fornecedores, compradores, governo e construtores, o *Project Finance* contribui para a transparência na gestão do projeto e na divulgação das informações. Há o aprimoramento da governança corporativa, o que possibilita um ingresso de recursos ainda maior. Com mais participantes, o risco torna-se ainda mais segregado, garantindo melhores condições para novos investimentos. A substituição de garantias usuais por garantias de *performance* permitem maior flexibilidade a acionistas e credores, além de disponibilizar recursos para investimentos no curto prazo. Doutra margem, os recebimentos são garantidos pelas receitas operacionais do projeto.

O *Project Finance* é uma alternativa de financiamento e, como tal, pode ser menos interessante do que outra alternativa. A decisão de investimento em um projeto via *Project Finance* deve exigir minuciosa análise técnica de viabilidade. Outro ponto importante é a adaptação dos fluxos financeiros efetivos com a previsão, de modo a garantir o equilíbrio financeiro do projeto e o recebimento dos investidores, valendo-se para tanto de instrumentos de garantia, como conta-garantia bloqueada.

A implantação do *Project Finance* depende do ambiente macroeconômico, social, legal, político e regulatório do país, de modo a minimizar as incertezas e os riscos de cenários futuros. No Brasil, ainda é incipiente o mercado de capitais para o financiamento de longo prazo. Tal fato, em grande parte, deve-se à existência de poucos fundos de pensão, parceiros indispensáveis para parcerias em infra-estrutura. Esses fundos, com grande disponibilidade de recursos necessitam de retornos de longo prazo, o que é ideal no *Project Finance*. Cabe ao governo, portanto, incentivar a disseminação desses fundos como instrumentos de formação da população nacional para a viabilização de investimentos. A ampliação do mercado de seguros também expande as possibilidades de alavancagem.

O governo tem o papel fundamental de incentivar os investimentos e garantir o respeito aos contratos assinados com os concessionários de serviços públicos. Estes, por sua vez, devem cumprir suas obrigações contratuais. A confiança e a credibilidade nas relações dos participantes envolvidos são fundamentais para o sucesso do projeto. Daí a necessidade um ambiente regulatório estável e confiável.

Os investimentos em infra-estrutura são essenciais no crescimento e desenvolvimento de longo prazo do país. Esses investimentos demandam a parceria entre o setor público e o setor privado para sua viabilização. Estratégias que viabilizem essas parcerias, como o *Project Finance*, consolidam um novo papel do Estado e, portanto, podem contribuir para desenvolvimento socioeconômico da sociedade brasileira.

8. Referências Bibliográficas

- 1 ABRUCIO, Fernando Luiz. O impacto do modelo gerencial na administração pública: um breve estudo sobre a experiência internacional recente. *Cadernos ENAP*, Brasília, n. 10, 1997.
- 2 AZEREDO, A. R. *Financiamento de longo prazo no Brasil: project finance como alternativa para a infra-estrutura*. Rio de Janeiro: UFRJ/Coppead, 1999.
- 3 BENOIT, P. *Project finance at the World bank: na overview of policies and instruments*. Washington, D.C., 1995. World Bank Technical Paper n. 312.
- 4 BORGES, L. X. F. Project finance e infra-estrutura: descrição e críticas. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 5, n. 9, p. 105-122, jun. 1998.
- 5 BORGES, L. F. X.; FARIA, V. C. S. Project finance: considerações sobre a aplicação em infra-estrutura no Brasil. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 9, n. 18, dez 2002.
- 6 CARVALHO, Wagner. A reforma administrativa da Nova Zelândia nos anos 80-90: controle, estratégia, eficiência gerencial e accountability. *Revista do Serviço Público*, v. 48, n. 3, set.-dez. 1997.
- 7 FINNERTY, J. D. *Project finance*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.
- 8 GIAMBIAGI, Fábio; ALÉM, Ana Cláudia. *Finanças públicas: teoria e prática no Brasil*. 2 ed. Rio de Janeiro: Campus, 2000.
- 9 MACEDO, M. E.; ALVES, A. M. Reforma administrativa: o caso do Reino Unido. *Revista do Serviço Público*, v. 48, n. 3, set-dez 1997.
- 10 MARTINS, Luciano. *Estado capitalista e burocracia no Brasil pós-64*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1985. Coleção Estudos Brasileiros, v. 82.
- 11 MONTEIRO FILHA, D. C.; CASTRO, M. P. S. Project finance para a indústria: estruturação de financiamento. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 7, n. 14, p.107-124, dez. 2000.
- 12 MOREIRA, Terezinha,; CARNEIRO, Maria C. F. A parceria público-privada na infra-estrutura econômica. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 1, n. 2, p.27-46, dez 1994.
- 13 NEVITT, Peter. K.; FABOZZI, Frank. *Project financing*. 6 ed. London: Euromoney Publications, 1995.

- 14 PÊGO FILHO, B.; LIMA, E. C. P.; PEREIRA, F. *Privatização, ajuste patrimonial e contas públicas no Brasil*. Brasília: IPEA, 1999. Texto para Discussão n. 668.
- 15 PEREIRA, L. C. B. *Reforma do estado para a cidadania: a reforma gerencial brasileira na perspectiva internacional*. São Paulo: Ed. 34, 1998.
- 16 _____. A reforma do estado nos anos 90: lógica e mecanismos de controle. REUNIÃO DO CÍRCULO DE MONTEVIDÉU, 2, 1997, BARCELONA. Disponível em: <<http://www.bresserpereira.ecn.br>>.
- 17 PEREIRA, L. C. B. & SPINK, P. (org.). *Reforma do estado e administração pública gerencial*. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 1998.
- 18 PINHEIRO, José M.; GIAMBIAGI, Fábio. Lucratividade, dividendos e investimentos das empresas estatais: uma contribuição para o debate sobre a privatização no Brasil. *Revista Brasileira de Economia*, v. 51, n.1, jan./mar. 1997.
- 19 RODRIGUES JÚNIOR, Waldery. *A participação privada no investimento em infraestrutura e o papel do project finance*. Brasília: IPEA, 1997. Texto para Discussão n. 495.
- 20 TINSLEY, Richard. *Advanced project finance: structuring risk*. London: Euromoney Publications, 2000.

Notas

¹ Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. Criado pela Lei n. 1.628 de 1952, com a finalidade de financiar a formação de infra-estrutura essencial à industrialização do país, sendo a principal fonte nacional de financiamento de longo prazo. Em 1990 foi gestor do Fundo Nacional de Desestatização (FND) e apoiou técnico, administrativo e financeiramente o PND. Exerceu ainda um papel fundamental nas privatizações após 1995 como financiador de longo prazo.

² No caso de energia elétrica, por exemplo, a maioria dos consumidores não pode simplesmente trocar de fornecedor caso não esteja satisfeito com a qualidade ou o preço dos serviços. O Estado deve, portanto, assegurar a satisfação dos cidadãos-consumidores através de sistemas de regulação sobre empresas prestadoras de serviços públicos.

³ Pereira (1997), define as Organizações Não-Governamentais (ONG's) e as Organizações Sociais como propriedades públicas, porém, não-estatais.

⁴ O termo *Corporate Finance*, segundo Borges e Faria (2002), significa a concessão de crédito calcada em uma abordagem tradicional de análise e de instrumentos de garantia. Ou seja, avaliação usual de crédito em função do histórico, do balanço patrimonial e, principalmente, da reputação do tomador do crédito.

⁵ Os *ratings* são classificações de risco indicando a probabilidade de inadimplência, atribuídos a partir de informações fornecidas pela própria empresa, principalmente as suas demonstrações financeiras. Eles dependem da probabilidade de inadimplência da empresa e da proteção dada pelo contrato de empréstimo em caso de inadimplência.

⁶ Ativos, cartas de fiança, aval dos acionistas, hipoteca, carta de crédito, entre outros.

⁷ Ocorrem quando o bem-estar de um consumidor ou as possibilidades de produção de uma firma são diretamente afetadas pelas ações de um outro agente da economia. De outra forma, as externalidades podem ser definidas como os efeitos, sobre uma terceira parte, derivadas de uma transação econômica sobre a qual a terceira parte não tem controle.

⁸ Os monopólios naturais apresentam economias de escala, que ocorrem quando o custo médio da firma reduz-se (ou o produto médio aumenta) quando a produção cresce, a preços dados de insumos. Analogamente, ocorre quando uma firma possui custo total de produção menor do que a soma dos custos de duas ou mais firmas produzindo o mesmo bem ou serviço.