



A Parceria Público-Privada na Infra-Estrutura Econômica

TEREZINHA MOREIRA /
MARIA CHRISTINA FONTAINHA CARNEIRO*

RESUMO Reconhecidos como fatores determinantes da qualidade de vida e das possibilidades de aliviar a pobreza das populações, os investimentos em infra-estrutura, objetivando a recuperação e a expansão dos serviços públicos, vêm demandando novas abordagens que permitam sua efetiva realização, notadamente mediante a associação público-privada.

O presente artigo apresenta o estado da arte dos mais tradicionais modelos de parceria público-privada em curso no mundo, destacando a crescente utilização do instrumental de *project finance* na estruturação dos empreendimentos e na articulação dos diferentes atores e interesses envolvidos na implementação de projetos de infra-estrutura.

São apresentadas algumas considerações acerca dos desafios que se colocam para o Brasil, destacando-se a necessidade de serem estabelecidas prioridades e diretrizes de atuação para os setores público e privado, em especial e fundamentalmente no que tange ao marco regulatório e ao ambiente institucional.

ABSTRACT *Investment in infrastructure aiming at the rehabilitation and expansion of public services is recognized as determinant factor for improving quality of life and for reducing poverty. Such investments require new approaches to allow for their actual fulfillment, i.e., by means of partnership of public authority and private enterprise.*

The present article introduces the state of the art of the models presently used for that purpose highlighting the importance of project finance instruments in the structuring of undertakings and in the linkage of different players and interests involved in carrying out infrastructure projects.

Considerations are made about the challenges in Brazil, highlighting the need to establish priorities and action guidelines for the public and private sectors, particularly in what concerns the regulatory framework and the institutional environment.

* Respectivamente, gerente na Área de Operações de Desestatização (Mestre em Ciências Econômicas pelo IEL/UFRJ) e gerente na Área de Projetos de Infra-Estrutura do BNDES.

1. Introdução

A viabilização de investimentos em infra-estrutura econômica constitui, presentemente, um dos grandes desafios com que se defronta a maioria dos países em desenvolvimento, bem como alguns desenvolvidos.

A integração do comércio, a mobilidade e a globalização da economia mundial, associadas ao entendimento generalizado quanto ao caráter contracíclico dos investimentos em infra-estrutura e sua capacidade de geração de empregos no curto prazo, recolocaram, na agenda de discussões, as questões relativas ao papel e à relevância da infra-estrutura para o crescimento econômico.

Reconhecida como fator determinante da qualidade de vida e das possibilidades de aliviar a pobreza das populações, além de constituir questão central no debate ambiental, a infra-estrutura vem demandando, nos anos recentes, novas abordagens que viabilizem a realização dos investimentos necessários para recuperação e expansão dos serviços públicos, buscando a participação efetiva de capitais privados para a superação desse desafio.

O objetivo deste artigo é traçar algumas considerações acerca dessas novas modalidades, genericamente denominadas parcerias público-privadas, em especial no que se refere à necessidade de introdução de mecanismos básicos – onde se destaca o instrumento da concessão – e de definição e revisão do marco regulatório pertinente.

2. O Novo Papel da Infra-Estrutura

O investimento em infra-estrutura foi quase sempre, em especial após a 2ª Guerra Mundial, de responsabilidade do Estado, financiado por recursos públicos e provenientes de organismos internacionais cujos tomadores eram, em geral, os próprios governos.

Uma série de fatores – entre eles as crises fiscal e financeira enfrentadas pela maioria dos países, desenvolvidos ou não (estes últimos vivenciando, ainda, a crise da dívida externa na década de 80) – levou a um progressivo esgotamento desse modelo de financiamento, resultando, no que se refere à infra-estrutura econômica, num quadro de deterioração bastante generalizada.

Ao se analisarem as condições gerais da infra-estrutura na maioria dos países em desenvolvimento e em vários desenvolvidos, algumas características comuns surgem de forma evidente:

- baixo nível de eficiência operacional, traduzido pelo volume de perdas e pela falta de confiabilidade nos sistemas, resultando em baixa qualidade dos serviços prestados;
- fraca mobilização de recursos financeiros, expressa por inadequada capacidade de recuperação dos custos incorridos na prestação dos serviços;
- crescente deterioração física dos ativos, geralmente causada por inadequada manutenção, decorrente da indisponibilidade de recursos citada; e
- desbalanceamento entre oferta e demanda, agravado por um viés preferencial por novos investimentos em detrimento da manutenção e otimização dos ativos existentes (em geral, associada a interesses de natureza política, que privilegiam a realização de novas obras).

À luz desse quadro geral, coloca-se para a maioria dos países um desafio de grandes proporções: demanda crescente por serviços de transporte, estradas, pontes, energia, saneamento básico, telecomunicações etc. e uma clara insuficiência de recursos públicos para a realização dos investimentos necessários. Como resultado, torna-se imperativo refocar as estratégias de desenvolvimento buscando formas de superação dos obstáculos identificados.

Um dos caminhos mais freqüentemente adotados nos anos recentes tem sido o *project finance*, por meio do qual os países vêm procurando desenvolver mecanismos de atração de capitais privados para estruturação e viabilização de investimentos em infra-estrutura (basicamente econômica), reconhecida, cada vez mais, como uma indústria de serviços. Para tal, alguns aspectos são básicos, a saber:

- a percepção clara de que, dada sua magnitude, os novos investimentos em infra-estrutura não poderão ser levados adiante apenas pelos governos ou pela iniciativa privada, de per si; e
- a definição, pelos governos, dos segmentos de infra-estrutura para os quais se deseja uma articulação com capitais privados e daqueles de natureza quase própria do Estado.

É interessante observar que o surgimento da modalidade de parcerias entre os setores público e privado vem atender os interesses de ambas as partes.

Do ponto de vista dos governos, a partir da constatação do já citado esgotamento do modelo de financiamento até então vigente, surge o interesse em contar com capitais privados; sob o enfoque privado, em função das poucas alternativas de investimento no setor produtivo hoje existentes, cresce a necessidade de buscar novos espaços e segmentos para alocação de seus capitais. O fato é que, crescentemente, a iniciativa privada tem procurado investir em infra-estrutura econômica, em associação com o setor público. As parcerias buscam viabilizar a utilização de recursos privados, locais e externos, à luz dos objetivos e interesse públicos.

3. A Participação de Capitais Privados na Infra-Estrutura

A participação de capitais privados em investimentos em infra-estrutura econômica não constitui, rigorosamente, uma novidade. Com efeito, a implantação de estradas de ferro e a geração de energia elétrica, por exemplo, inclusive no Brasil, se deram mediante concessões ao setor privado.

De maneira geral, após a 2ª Guerra Mundial, um movimento generalizado de estatizações foi empreendido, acompanhado pela criação de empresas públicas, às quais foi atribuída a responsabilidade pela operação dos serviços públicos. Mais tarde, essas empresas se tornaram paulatinamente responsáveis, também, pela definição de políticas setoriais específicas, começando, assim, um processo de superposição de funções operacionais, de planejamento e de fiscalização em uma mesma instituição.

Como decorrência natural dos processos de privatização de empresas públicas empreendidos a partir da década de 80, os países começam a rever suas estratégias de desenvolvimento e a considerar a oportunidade de proceder à privatização dos serviços públicos, o que ocorreu efetivamente na Grã-Bretanha, por exemplo. No entanto, inúmeras críticas foram posteriormente formuladas ao modelo britânico, em especial no que se refere à inexistência de uma política governamental bastante clara quanto aos direitos e obrigações das empresas agora privadas, prestadoras de serviços públicos, perante os usuários.

A privatização tradicional – qual seja, a transferência do controle acionário de uma empresa estatal para o setor privado – começou a se afigurar como insatisfatória para o adequado atendimento, qualitativo e quantitativo, ao usuário, em especial em alguns segmentos, no tocante à realização de novos investimentos para ampliação da oferta de serviços e garantia do atendimento a populações de classe de renda mais baixa.

As parcerias surgem como uma forma alternativa de privatização; a responsabilidade pelo serviço público é uma função do Estado, que a delega, sob condições e prazos acordados em um contrato, ao setor privado, juntamente com a obrigação de realização de investimentos previamente definidos.

Para que tal parceria se viabilize, em especial quando o Estado deseja atrair recursos externos, identificam-se algumas condicionantes essenciais, quais sejam:

- estabilidade econômica do chamado “país hospedeiro”, ou seja, ajuste fiscal, equilíbrio econômico-financeiro, níveis inflacionários sob controle;
- credibilidade do governo do país hospedeiro, também denominado como fator de risco-país;
- definição, pelo governo do país, dos segmentos de infra-estrutura e dos serviços públicos para os quais pretende desenvolver parceria com o setor privado, em conjunto com um claro quadro regulatório;
- mercado de capitais consolidado, com capacidade e experiência para emissão de títulos de longo prazo;
- mercado de seguros em que estejam disponíveis diversas modalidades de cobertura;
- sistema financeiro diversificado, apresentando portfólios com características distintas frente a categorias de risco, e flexível, capaz de estruturar e compor *fundings* adequados às peculiaridades dos empreendimentos; e
- fundos de pensão e entidades de previdência privada atuantes.

Para o desenvolvimento das parcerias não é necessário que todas essas condições sejam previamente atendidas; com frequência, alterações no marco regulatório são empreendidas simultaneamente à definição das novas estratégias do país para determinados segmentos da infra-estrutura, juntamente com a criação de mecanismos específicos e o equacionamento de questões de natureza institucional. Certamente, os dois primeiros pontos citados são básicos para a decisão de investimento do setor privado.

4. Os Modelos de Parceria Público-Privada

Os vários modelos de parceria desenvolvidos nos anos recentes – BOT, BOO, BOOT, LDO etc. – apresentam, de fato, uma estrutura básica comum e uma série de arranjos e adaptações que buscam torná-los adequados e ajustados às necessidades e características de cada caso específico. Constituem, essencialmente, uma forma de o Estado viabilizar a implantação de projetos de infra-estrutura e serviços públicos – para cuja execução não dispõe de recursos – mediante a concessão, à iniciativa privada, do direito de construção, exploração e prestação do serviço por um período de tempo determinado (tipo BOT) ou não (como o BOO). Todos estes modelos são concebidos como *project finance*.

A relação de termos e denominações desses “modelos” é bastante extensa, apresentando pequenas diferenças entre si, decorrentes da citada necessidade de adaptá-los a situações específicas. A título ilustrativo, apresentam-se, a seguir, de forma sucinta, alguns desses arranjos:

- BOT (*Build-Operate-Transfer*) – mecanismo clássico de concessão de direito de construção, exploração e prestação de um serviço por um período determinado, ao fim do qual o projeto retorna às mãos do Estado;
- BTO (*Build-Transfer-Operate*) – neste caso, o setor privado constrói o empreendimento e o entrega ao Estado, que, por sua vez, concede à mesma empresa privada, ou a outra, o direito de operação;
- BOO (*Build-Own-Operate*) – análogo ao BOT, sendo que a propriedade do projeto é totalmente privada, ou seja, não há retorno do empreendimento ao Estado;
- BBO (*Buy-Build-Operate*) – caso em que o Estado possui algum ativo em operação e deseja vendê-lo ao setor privado, contra a obrigação de expansão e operação por este;
- 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; e
- *Contract-Add-Operate* (CAO), *Super Turnkey* e *Operations and Maintenance Contract* – constituem formas de terceirização dos serviços públicos, podendo englobar a realização de pequenos investimentos, não caracterizando uma concessão.

A primeira característica essencial do *project finance* é estar completamente associado a um projeto. Conseqüentemente, toma por base, exclusivamente, o fluxo de rendimento projetado do empreendimento e sua capacidade de remunerar os investidores e de repagar os empréstimos tomados. Ou seja, trata-se de uma modalidade de financiamento do tipo *non recourse* ou *limited recourse*, baseado nos méritos do projeto e não na credibilidade ou qualidade do crédito dos patrocinadores e investidores principais.

A concepção de *project finance* traz em si alguns pressupostos básicos, a saber:

- a implementação do projeto é, quase sempre, de responsabilidade de uma empresa especialmente criada para tal fim, qual seja, uma *special or single purpose company*, denominada SPC, análoga a uma companhia de responsabilidade limitada;
- o Estado deve definir as condições de concessão do serviço – compreendendo sua implantação e posterior operação – e, principalmente, os quadros institucional e regulatório aplicáveis; e
- o *project finance* demanda extensas negociações prévias à sua concretização – em média, dois anos – e eficiente articulação de uma gama variada de atores e interesses, exigindo, portanto, a realização de cuidadosa preparação e avaliação do empreendimento por profissionais especializados.

Atores e Interesses

A correta identificação dos atores e interesses envolvidos é fundamental para o sucesso do projeto:

- em geral, os controladores básicos da SPC são os patrocinadores do empreendimento, a empresa construtora que se encarregará da execução das obras do projeto e, eventualmente, os fornecedores de equipamento e uma operadora especializada na prestação do serviço objeto do projeto;
- os patrocinadores, normalmente, participam do negócio desde sua concepção original, freqüentemente “bancando”, pelo menos em parte, os estudos de viabilidade econômico-financeira iniciais; seu interesse no negócio é obter retorno adequado para o investimento realizado, à luz das aplicações alternativas e do custo de oportunidade do capital;

- a empresa construtora busca, em essência, a realização da obra – pela qual será paga – e, para tal, estará disposta, inclusive, a participar do capital da SPC, possibilitando-lhe auferir rendimento adicional;
- o interesse dos fabricantes de equipamentos é, naturalmente, fornecê-los ao projeto; freqüentemente, os fornecedores têm participado do capital da SPC, como se observa nos projetos de energia;
- o governo almeja viabilizar um projeto que, sem a participação do setor privado, não poderia ser concretizado no tempo desejado pelo Estado e demandado pelos usuários, assegurando o atendimento eficiente, de qualidade e tarifa adequadas à população e, se for o caso, o retorno dos ativos, em condições de manutenção e operação, às mãos do Estado ao final do período de concessão;
- em alguns setores, como abastecimento d'água, há necessidade de contar-se com um operador especializado (muitas vezes, conforme o setor em tela, o próprio construtor, ou mesmo o fabricante do equipamento, desempenha, adicionalmente, o papel de operador), que será remunerado pela operação do serviço;
- aos usuários interessa a disponibilidade do serviço, de forma eficiente, com qualidade e pela menor tarifa possível;
- os investidores locais e externos, analogamente aos patrocinadores, buscam investimentos seguros para seus capitais, com taxas de retorno adequadas frente a aplicações alternativas; merece destaque o interesse dos fundos de pensão, que, pela natureza de suas aplicações e portfólios, constituem investidores preferenciais para esse tipo de investimento cuja remuneração se dá a longo prazo, associada a um fluxo firme de rendimentos;
- o sistema financeiro, aí considerados os bancos locais e externos, buscará participação no negócio de acordo com suas avaliações de risco e crédito. Este é um aspecto bastante relevante, no mínimo, por dois pontos de vista:
 - o primeiro refere-se ao consenso, no meio financeiro internacional, conforme conclusão de recente seminário realizado pelo Euromoney sobre o assunto, quanto à falta de pessoal qualificado e com experiência em *project finance*, o que tem dificultado, com freqüência, a avaliação desses novos projetos; vale lembrar que, nesses empreendimentos, a questão da viabilidade do negócio como forma de repagamento aos financiadores é um dos aspectos centrais, acompanhada da discussão

sobre a prestação de garantias que, além de complexa, é inovadora e negociada no caso a caso;¹ e

- o segundo ponto decorre da associação da insegurança gerada pela inexistência de pessoal qualificado nos bancos com a complexidade inerente ao *project finance*, que tem levado à adoção, pelas instituições financeiras, de rigorosos critérios de prioridades, análise e concessão de crédito, obviamente inadequados para esses projetos, mas que têm assumido relevância muitas vezes superior a considerações acerca do chamado “risco-país”.

Surgem, ainda, como atores relevantes nesses processos, as agências multilaterais, inclusive aquelas voltadas à concessão de crédito para exportações, em geral apoiando fornecedores de equipamentos, e as companhias de seguros. Trataremos destas últimas a seguir, ao examinarmos os riscos típicos associados ao *project finance*.

Riscos Associados

A estruturação e montagem de um *project finance*, especialmente por sua característica principal, já enfatizada, de constituir um financiamento exclusivamente baseado na avaliação de méritos de um empreendimento, ou seja, circunscrito à capacidade de pagamento demonstrada por seu fluxo de rendimentos projetado, demanda, também, a correta identificação de seus riscos potenciais e a conseqüente prevenção máxima quanto a suas probabilidades de ocorrência.

Ao se examinarem os riscos envolvidos em projetos da natureza de que tratamos neste artigo, há que se estabelecer algumas categorias iniciais, a saber: riscos do negócio propriamente dito e riscos associados ao país e ao ambiente macroeconômico.

É claro que o risco-país é o primeiro a ser examinado quando da concepção inicial de uma parceria público-privada, em especial quando o empreendimento prevê a participação de investidores e/ou fornecedores externos. A avaliação do risco-país, entretanto, encontra-se intimamente ligada às condições políticas propriamente ditas, ao ambiente macroeconômico e às políticas governamentais empreendidas no país hospedeiro. A partir de um exame – em especial nos países em desenvolvimento e, particularmente, nos

¹ As alternativas mais freqüentemente adotadas têm sido do tipo “vinculação de receitas futuras”, com caução, prestada por um banco fiel depositário em favor do(s) agente(s) financiador(es), das ações da empresa concessionária, constituída, exclusivamente, com a finalidade do negócio objeto da concessão.

latino-americanos – das condições de estabilidade macroeconômica, das políticas monetária, cambial e antiinflacionária, os promotores e investidores externos potenciais estabelecem suas prioridades em relação a cada país demandante de investimentos.

Nessa oportunidade, já se identifica o papel das companhias seguradoras no *project finance*. Agências como a Miga (Multilateral Investment Guarantee Agency), organização ligada ao Banco Mundial, já provêm os seguintes tipos de seguros:

- *Risco político* – referente à cobertura por expropriação, confisco ou nacionalização, busca proteger o investidor contra a perda total ou parcial de seu investimento, em decorrência de atos do governo hospedeiro que possam reduzir ou eliminar a propriedade, o controle ou os direitos daquele investimento. Nos termos do Direito Internacional, qualquer governo tem a prerrogativa de seqüestrar um ativo de propriedade de estrangeiros, desde que provenha adequada compensação ao investidor. Este seguro é desenhado para reembolsar o investidor se a referida compensação não for paga.
- *Risco de inconvertibilidade* – protege o investidor contra uma incapacidade de conversão dos rendimentos auferidos em moeda local em outra moeda forte para transferência para fora do país hospedeiro. Esta modalidade propicia seguro contra demoras excessivas na aquisição e remessa de moeda estrangeira, causada por ato ou falha do governo hospedeiro, por modificações nas leis ou regulamentos de controle do câmbio e pela deterioração das condições de conversão e transferência da moeda local, não contemplando desvalorizações e flutuações na taxa de câmbio. Vale observar que, independentemente da disponibilidade e/ou exigência deste tipo de seguro, o país hospedeiro pode conceber mecanismos de proteção aos investidores, particularmente os estrangeiros, que contemplem situações de alteração no comportamento das taxas cambial, de inflação e de juros.
- *Risco de violência política, guerra ou conflitos civis* – refere-se a perdas decorrentes de danos e interrupção dos negócios causados por atos de guerra, guerra civil, sabotagem, terrorismo, comoção popular.²

² Este tipo de evento também é freqüentemente denominado como “força maior”, podendo, sob este título, englobar um conjunto mais amplo de situações não relacionadas com o país hospedeiro, tais como quebra de contratos, execução de garantias etc., cuja cobertura, em geral, é provida em bases limitadas por seguradoras privadas selecionadas.

Ainda associado à avaliação das condições do país mas já referido, de certa forma, ao empreendimento em si, há o chamado *risco regulatório*. Quando da identificação das possibilidades de parceria, a questão da regulamentação e da estrutura institucional vigentes apresenta-se extremamente importante. Todos os atores envolvidos no projeto precisam ter clareza e segurança quanto à regulamentação aplicável ao negócio, às modificações eventualmente em curso e às instâncias decisórias e de recorrência, objetivando assegurar que não ocorrerão mudanças nas regras do jogo.

Vejamos os riscos associados ao negócio. Caberá aos investidores, patrocinadores e, naturalmente, aos bancos e instituições financiadoras avaliar os aspectos relativos à tecnologia, ao meio ambiente³ e ao mercado, aí compreendidos os padrões de concorrência e os fatores de crescimento. Vale lembrar que, ao conceder à iniciativa privada o direito de construção, exploração e operação de um serviço público específico, o governo o faz sob determinadas condições, expressas no contrato de concessão ou de arrendamento e em conformidade com o conjunto de normas e leis que compõem a regulamentação aplicável. Frequentemente, dentre as condições expressas no contrato de concessão, encontram-se algumas por meio das quais o governo assume obrigações especiais, tais como assegurar o suprimento de algum insumo essencial ou uma garantia de mercado, que pode se traduzir tanto num nível mínimo de demanda quanto na manutenção de determinado padrão de concorrência durante o período da concessão.

Consoante a natureza do projeto, o governo pode assumir, perante a SPC, a obrigação de fornecer, em quantidades, prazos e custos previamente acordados, determinado insumo, necessário para a operação do empreendimento e cuja produção constitua, por exemplo, um monopólio estatal. Neste caso, o governo firmará um contrato de suprimento com a SPC.

Outra situação possível é a de o projeto só se afigurar rentável e viável a partir de um determinado nível mínimo de demanda, não considerado factível pelos investidores e financiadores. Nesta hipótese, o governo, se estiver seguro da existência daquela demanda ou por considerar o projeto prioritário independentemente desse aspecto, compromete-se a assegurar aquele nível de demanda mínimo que viabiliza a implantação do empreendimento. Trata-se do mecanismo de *take or pay*, pelo qual o governo assume a obrigação de complementar um determinado nível de receita, caso esta, de fato, se revele inferior ao mínimo projetado.

3 Registre-se que a questão ambiental está presente em todo o desenvolvimento do projeto; desde sua concepção, durante a construção – quando o construtor assume a responsabilidade pelo atendimento e observância das determinações legais – e durante a operação – quando tal responsabilidade passa ao operador.

A garantia de manutenção das condições de concorrência constitui aspecto fundamental em função da possibilidade de transformação de um monopólio público em privado e suas implicações econômicas e políticas. O governo deve ter clareza quanto a seus objetivos com a realização de cada projeto; é possível permitir que o concessionário privado desfrute da condição de monopolista por um período inferior ao prazo total previsto para a concessão, estabelecendo que, a partir daquele prazo, outro concessionário será admitido. Outra alternativa possível é a concessão de caráter regional, que permitiria ao Estado comparar os desempenhos, a eficiência, os custos e tarifas praticados por diferentes concessionários e, exercendo seu papel enquanto Poder Concedente, agir no sentido de redução das eventuais disparidades verificadas, buscando maximizar os ganhos para os usuários.

Ainda dentre os riscos inerentes ao empreendimento, dois são cruciais para o sucesso do *project finance*: o risco de *conclusão do projeto* e o risco de *operação*, de que trataremos a seguir.

Verificadas todas as condicionantes já enunciadas, examinado o ambiente econômico e político do país demandante de investimento, avaliado o empreendimento em si, suponhamos que se conclua pela viabilidade do projeto e se decida por sua implantação. O primeiro risco desta nova fase refere-se exatamente à conclusão do projeto consoante o cronograma previsto. Inúmeros fatores podem provocar atraso no término das obras físicas e, portanto, postergar a entrada em operação, adiar o ingresso de receitas e, naturalmente, o retorno dos investimentos realizados. Em especial em projetos cuja construção é contratada sob a modalidade *turnkey*, investidores, financiadores, patrocinadores, governo e a própria SPC têm menores condições de controle sobre eventos que podem causar adiamento na entrega da obra. Para suprir essa deficiência, exige-se do construtor responsável pelo projeto a constituição de um seguro de sua conclusão.

Em geral, os bancos financiadores inserem, em seus contratos de financiamento com a SPC, cláusula pela qual lhes é conferido o direito de substituir o construtor para viabilizar a conclusão do empreendimento e minimizar as perdas globais. Esse tipo de seguro é normalmente provido por companhias seguradoras privadas. Observe-se que a obrigação do construtor é concluir a obra em tempo e segundo condições – especificações técnicas, parâmetros de desempenho etc. – previamente acordadas, estipuladas em contrato, incluindo a demonstração da capacidade de operação do ativo construído. Tanto a SPC quanto o governo devem atestar que o empreendimento foi concluído conforme especificado.

Encerrada a etapa de implantação física, o projeto entra em operação, passando a auferir receitas e devendo gerar rendimentos suficientes para remunerar os investidores e patrocinadores e pagar os financiamentos contraídos. A responsabilidade maior agora – e, conseqüentemente, o maior risco – é a adequada e eficiente operação da planta, de sorte a não comprometer o fluxo de rendimentos esperado. Surge, aí, o seguro contra o risco de operação. Novamente, os bancos financiadores se resguardarão, exigindo a opção de escolha, para substituição, de novo operador, caso necessário.

Em verdade, esses riscos – em alguns casos – vêm sendo considerados de forma associada, de vez que tanto a não conclusão da obra no prazo previsto quanto os problemas na operação certamente resultarão em postergação ou perda de receitas. Para alguns empreendimentos, no entanto, já se vêm alavancando alternativas contemplando o estabelecimento de um seguro geral, que cubra a não realização das receitas no prazo previsto originalmente.

Como se pode depreender, a existência de companhias seguradoras de porte e de flexibilidade na criação de modalidades especiais de seguro afigura-se de fundamental importância para o *project finance*.

Financiamento para Infra-Estrutura

É fundamental que os governos tenham clareza quanto aos empreendimentos que desejam viabilizar sob a forma de parceria, estabelecendo prioridades e definindo, de forma inequívoca, o marco regulatório, objetivando garantir a adequada prestação dos serviços concedidos, com base em custos suportáveis para a população.

A estrutura de *funding* demandada pelos modelos de parceria público-privada é bastante especial. A arte do *project finance* está em articular os atores, realçar seus interesses, assegurar seus ganhos e minimizar os riscos associados, notadamente através da utilização de seguros, que, por sua vez, elevam os custos globais do negócio.

A maturação de projetos de infra-estrutura econômica é, sabidamente, lenta; os modelos de participação privada dependem da geração futura de receitas do empreendimento para sua viabilização. De acordo com o setor de atividade específico do projeto, os prazos de duração das concessões podem variar de oito a 50 anos.

Conseqüentemente, o *funding* desses projetos demanda uma composição de fontes e prazos diferenciados. Além dos recursos próprios de patrocinadores, conta-se, em geral, com:

- recursos provenientes da emissão de *bonds*, quais sejam, títulos emitidos pela própria SPC, com remuneração associada ao desempenho do projeto; e
- recursos de financiamento, provenientes de agências multilaterais e do sistema financeiro público e privado.

No que se refere aos *bonds*, a emissão de títulos associados a um projeto de infra-estrutura demanda um cuidadoso exame da legislação vigente e a existência de um mercado de capitais local capaz de absorver sua colocação. Deve-se buscar a colocação de títulos junto a investidores estrangeiros, observada a legislação vigente. Vale lembrar que, hoje, nos Estados Unidos, já são emitidos *bonds* para financiamento de escolas, hospitais, estradas, além de outros destinados a segmentos já tradicionais, como, por exemplo, energia elétrica.

Quanto aos recursos de financiamentos bancários, verifica-se, no mundo, uma certa especialização entre as instituições financeiras, marcadamente caracterizada por suas estratégias e linhas de atuação no tocante a risco de crédito. De maneira geral, observa-se que as instituições financeiras que vêm participando de *project finance* dividem-se em dois grupos: as que buscam um retorno mais rápido, mais elevado e, portanto, de maior risco; e aquelas de natureza mais conservadora, que buscam um retorno mais seguro e estável, mais a longo prazo e a taxas menores.

Neste sentido, os bancos estrangeiros têm provido dois tipos de financiamento à infra-estrutura, em condições diretamente associadas a seu perfil enquanto instituição financeira e à etapa de desenvolvimento do projeto.

Nitidamente, observa-se que o conjunto de instituições que financiam a fase de implantação física do projeto – quando o risco de conclusão predomina – busca um maior e mais rápido retorno, estabelecendo condições financeiras e prazos diretamente associados à data prevista para o término e a entrada em operação da planta. Na medida em que o projeto é concluído com êxito e começa a operar nos níveis previstos, naturalmente entra em cena outro conjunto de bancos de natureza mais conservadora, inclusive fundos de pensão, que substituem os financiadores originais, concedendo prazos e taxas mais favorecidos.

Na realidade, a infra-estrutura vem sendo, nos modelos de parceria público-privada, apoiada com dois tipos de financiamento:

- financiamento para a construção (*construction loan*): maior risco, taxa maior – considera o período previsto para a construção do projeto mais o prazo necessário para entrar definitivamente em operação e atingir os

níveis de eficiência operacional estipulados no contrato entre a SPC e a construtora (em média, 3 a 3,5 anos); e

- financiamento “permanente” (*permanent loan*): projeto concluído, operando segundo parâmetros de desempenho previamente definidos, risco menor – saem os bancos originais, cujos financiamentos são quitados através de um novo empréstimo (“permanente”) concedido por novo *pool* de bancos, à luz do fluxo de rendimentos do negócio (em geral, entre 15 e 17 anos, conforme a natureza do empreendimento).

De fato, existe grande diferenciação entre as condições exigidas por projetos de implantação e expansão de novos serviços e aquelas requeridas por serviços públicos já em funcionamento, cujo objetivo da concessão ou do arrendamento é, em geral, sua modernização ou a realização de investimentos demandados por força de precária manutenção anterior. No primeiro caso, os prazos necessários – tanto para a conclusão dos investimentos quanto para a obtenção de retorno sobre os mesmos, inclusive para a amortização dos financiamentos obtidos junto a instituições financeiras – tendem a ser maiores. Nos casos de recuperação de empreendimentos já em operação, estas questões – dependendo do grau de deterioração apresentado pelo serviço em funcionamento – podem ter sua importância minorada na medida em que o negócio já auferia receitas, reduzindo, em princípio, os prazos necessários para o retorno dos investimentos.

Não obstante os agentes financeiros atuem no mercado internacional de forma especializada de acordo com a natureza de seus portfólios – alguns no curto prazo, outros no longo prazo –, nada impede que uma única instituição provenha *funding* adequado às distintas etapas de execução e operação de cada projeto.

Cabe lembrar que não está afastada a possibilidade de aporte de recursos públicos para composição do *funding* de projetos que venham a ser desenvolvidos sob as modalidades de parceria. Muitos países vêm, inclusive, adaptando vários dos modelos apresentados, conformando-os como *joint-ventures*, de forma que o Estado participe diretamente na própria SPC. Registre-se, ainda, a título ilustrativo, que as previsões de investimento em infra-estrutura na Ásia, entre 1992 e 1997, além de representarem gastos equivalentes a 7,8% do PNB, indicam uma participação de recursos públicos – receitas, reservas e ganhos com privatizações – da ordem de 39,6%.⁴

4 Na Coreia, Taiwan, Hong Kong, Filipinas, Tailândia, Malásia, Cingapura e Indonésia, o volume total de investimentos previstos em estradas, pontes, energia, habitação, telecomunicações, ferrovias, aeroportos, petróleo e gás, portos, resíduos, abastecimento d'água e controle de enchentes supera US\$ 561 bilhões.

5. Desafios que se Colocam para o Caso Brasileiro

A recuperação e a expansão da infra-estrutura econômica constituem, sem dúvida, um dos maiores desafios a ser enfrentado pelo país nos próximos anos. As reformas estruturais empreendidas a partir de 1990 e as medidas tomadas com vistas ao ajuste fiscal, à redução da dívida pública e ao controle da inflação estão a configurar um ambiente político, institucional e macroeconômico propício à retomada dos investimentos, inclusive externos, no país.

As principais medidas a serem empreendidas com vistas a permitir e incentivar a participação de capitais privados internos e externos no desenvolvimento da infra-estrutura econômica dizem respeito ao estabelecimento de prioridades claras e à definição das diretrizes estratégicas que nortearão os investimentos necessários e desejados.

Com efeito, a inter-relação existente entre infra-estrutura e desenvolvimento econômico e social é bastante forte, na medida em que a atenuação da pobreza terá mais êxito quanto maior for a capacidade de se gerar um agregado de bens com elevada divisibilidade. Nesse particular, a infra-estrutura se encaixa “sob medida” não apenas por sua capacidade de provocar um crescimento auto-sustentado no longo prazo, mas também por suas características técnicas, que permitem aliar demanda por bens de alto custo unitário – hoje disponíveis na economia e com capacidade ociosa – a uma geração de bens altamente divisíveis.

Os investimentos em serviços de utilidade pública demandam, em sua implantação, equipamentos sofisticados, construção pesada etc., ao passo que, em operação, permitem a produção de serviços tais como energia elétrica, transportes e saneamento, os quais são compatíveis com a pretendida melhoria de distribuição de renda da população brasileira.

Já se dispõe, no país, de algumas iniciativas isoladas, que permitem reflexão e avaliação com vistas à identificação das revisões e novas medidas necessárias para a ampliação da participação de capitais privados. O setor de energia elétrica, um dos espaços mais privilegiados, inclusive no plano internacional, para o desenvolvimento de parcerias entre os setores público e privado, já vem experimentando formas de financiamento privado contra a emissão de títulos específicos.

A chamada privatização de estradas e rodovias, tendo por base um fluxo de receitas decorrente da cobrança de pedágio, também vem sendo buscada em vista do evidente estado de precariedade do sistema rodoviário nacional.

Segmentos como o de saneamento básico – compreendendo abastecimento d'água e esgotamento sanitário – estão a demandar análise mais cuidadosa quanto às possibilidades de investimento privado.⁵ Observe-se que, em países como a França, sistemas de administração e desenvolvimento de bacias, conduzidos sob a forma de cooperação público-privada, têm obtido resultados bastante positivos.

Entretanto, considerada a elevada demanda por investimentos em infra-estrutura econômica e social no Brasil, não se pode perder de vista que muitos desses investimentos não serão viáveis sem a direta e efetiva participação do Estado, o que requer, mais do que nunca, seu fortalecimento e equilíbrio fiscal, juntamente com a busca permanente de um novo padrão de financiamento público, sobretudo para projetos de exclusivo interesse e obrigação do Estado. Tal matéria, não obstante sua extrema relevância, foge ao escopo deste trabalho.

Indispensável se afigura a implementação da lei de concessões, o que permitirá, juntamente com a definição, pelo governo, dos segmentos para os quais se demanda a participação da iniciativa privada, a identificação inequívoca de claro quadro institucional e regulamentar, bem como as diretrizes, prioridades, modelos e condições de parceria.

A revisão do marco regulatório constitui prioridade e tarefa árdua. Além da citada lei de concessões, em princípio de caráter mais amplo, serão necessárias regulamentações específicas, referidas aos setores da infra-estrutura econômica, bem como a definição de instâncias de recorrência, independentemente da estrutura judiciária, e o fortalecimento dos mecanismos de controle do abuso do poder econômico e de defesa dos consumidores e usuários.

Dada a importância do mercado de seguros e dos fundos de pensão para o efetivo desenvolvimento do *project finance* no financiamento do investimento para infra-estrutura, novos mecanismos e possibilidades de aplicações serão demandados, eventualmente exigindo modificações na legislação vigente.

5 *Cumprir registrar já estarem em andamento, no Brasil, algumas iniciativas na direção da concessão desses serviços, buscando tanto atender os padrões exigidos pelo poder concedente quanto apresentar atratividade para o setor privado.*

6. Conclusão

O investimento na recuperação e expansão da infra-estrutura brasileira constitui um dos maiores desafios a ser enfrentado pelo país nos próximos anos, tanto pela evidente necessidade de promover condições de competitividade e inserção da indústria nacional na economia mundial quanto pela imperiosa necessidade de resgatar a dívida social e elevar o padrão de qualidade de vida da população brasileira.

Experiências internacionais vêm demonstrando as possibilidades de associação entre os interesses público e privado na viabilização e implementação de investimentos em diversos setores da infra-estrutura econômica.

O Brasil dispõe de condições econômicas e políticas para atrair capitais externos para investimento nesse setor. Há que se estabelecer diretrizes e prioridades para a infra-estrutura e regras para a participação de capitais privados – inclusive dos fundos de pensão e previdência –, implementar a lei de concessões, rever o marco regulatório, conceber e adotar medidas que permitam o fortalecimento dos mercados de capitais e de seguros.

Ao sistema financeiro nacional, tanto privado quanto público, caberá desenvolver competência técnica e novos padrões de avaliação de crédito e risco para uma participação efetiva na concepção do *project finance* necessário para o financiamento desse investimento.

A título de contribuição ao debate, apresentamos algumas diretrizes que, a nosso ver, deverão nortear as agências de desenvolvimento encarregadas do financiamento à expansão e recuperação da infra-estrutura brasileira:

- buscar a viabilização de empreendimentos não convencionais e inovadores, que contemplem necessariamente a concessão ou o arrendamento de serviços públicos;
- os contratos de concessão deverão espelhar, de forma clara, os compromissos assumidos pelas partes, em especial no que se refere a:
 - equilíbrio econômico-financeiro do contrato;
 - condições de reversão dos bens ao término do período de concessão ou arrendamento;
 - estabelecimento e acompanhamento da obtenção de metas de desempenho quantitativas e qualitativas e respectivas implicações; e

- definição do padrão pretendido do serviço concedido, de forma a preservar sua adequação, conferindo regularidade, continuidade, eficiência, segurança, atualidade e modicidade de tarifas;
- as condições e os parâmetros de desempenho estabelecidos nos contratos de concessão deverão refletir não apenas as necessidades e os objetivos essenciais do poder concedente, mas também demonstrar atratividade para os investidores, de forma a permitir-lhes a permanente avaliação de sua participação no negócio;
- buscar a concretização de projetos em que os riscos atinentes ao setor privado sejam efetivamente por este assumidos, quer no que diz respeito a garantias, quer no que se refere à alocação efetiva, ao *fundings* do projeto, de parcelas de recursos próprios;
- incentivar o desenvolvimento de projetos que contemplem a redução de seus custos de implementação, mediante a vinculação da remuneração dos investimentos do concessionário através das receitas por este auferidas na exploração dos serviços;
- criar alternativas que busquem “isolar” o risco-empresa (acionistas do empreendimento) do risco-negócio nas operações típicas de *project finance*, nas quais o retorno deve estar necessariamente associado ao desempenho e viabilidade do projeto e, basicamente, centrado no *cash-flow* do negócio;
- criar mecanismos que contribuam para a participação, desde o início da concepção do empreendimento, dos diversos agentes e atores envolvidos na futura viabilização do projeto; e
- buscar a divisão dos diferentes riscos dos projetos entre investidores, financiadores, seguradoras, construtores, operadores e poder público.

Referências Bibliográficas

- BNDES. *A política social e o BNDES*. Rio de Janeiro: BNDES/Área de Operações Sociais, 1989.
- DURCHSLAG, S., PURI, T., RAO, A. The promise of infrastructure privatization. *The McKinsey Quarterly*, n. 1, p. 3-19, 1994.
- INTRADOS – International Management Group. *International Seminar: Infrastructure Development with Private-Sector Participation: BOOs*,

BOTs, Bond Issues, and Cost-Sharing Schemes. Washington, D.C., May 16-27, 1994.

TRAVERSO, V. The rules of the game: project finance challenges in Latin America – Project Finance in Latin America. A Supplement to *Latin Finance*, p. 4-12, June 1994.

WEST, G. T. Investment insurance: the quiet facilitator of private investment to Latin America – Project Finance in Latin America. A Supplement to *Latin Finance*, p. 34-37, June 1994.

WORLD BANK. *The Built, Operate and Transfer (“BOT”) approach to infrastructure projects in developing countries*.

_____. *Infrastructure for development*. Oxford University Press, 1994 (World Development Report).