



**UNIVERSIDADE FEDERAL DA BAHIA**  
**FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS**  
**CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**LUCAS SOUZA ARAÚJO**

**FINANCIAMENTO DE INFRA-ESTRUTURA: Uma análise dos mecanismos  
institucionais da Concessão e da Parceria Público-Privada**

**SALVADOR**

**2007**

**LUCAS SOUZA ARAÚJO**

**FINANCIAMENTO DE INFRA-ESTRUTURA: Uma análise dos mecanismos  
institucionais da Concessão e da Parceria Público-Privada**

Trabalho de conclusão de curso apresentado no curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal da Bahia como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Mestre Ihering Guedes. A. de Carvalho.

**SALVADOR  
2007**

LUCAS SOUZA ARAÚJO

**FINANCIAMENTO DE INFRA-ESTRUTURA: Uma análise dos mecanismos  
institucionais da Concessão e da Parceria Público-Privada**

Aprovado em dezembro de 2007.

Orientador: \_\_\_\_\_

Ihering Guedes Alcoforado de Carvalho  
Prof. Mestre Faculdade de Economia da UFBA

---

Paulo Antônio de Freitas Balanco  
Prof. Dr. da Faculdade de Economia da UFBA

---

Lívio Andrade Wanderley  
Prof. Dr. da Faculdade de Economia da UFBA

## AGRADECIMENTOS

Agradeço:

A minha família pelo apoio prestado ao longo de minha formação pessoal e profissional, a meus pais Geraldo e Solange e meus irmãos Chico e Daniela. Saibam que todos vocês são exemplos para mim e que eu sou eternamente grato por fazerem parte da minha história, contribuindo ativamente na formação dela.

Agradecimento especial ao meu irmão, na certeza que se não fosse por sua ajuda e incentivo na solução dos problemas de ultima hora eu não teria chegado até aqui.

A minha namorada, e companheira Fernanda Morales, pelo carinho, paciência e pela ajuda na correção ortográfica.

A meus cunhados (agregados) Tiago e Alexania que também fazem parte dessa história e mais uma vez demonstraram seu apoio ao final do trabalho quando acontecimentos inesperados ocorreram.

Ao professor Ihering, sobretudo pela sua paciência, pela atenção e dedicação durante toda a orientação.

Ao amigo Otavio Frois pelas consultas e materiais jurídicos.

A meu colega e amigo Iuri Sampaio, que inclusive finaliza essa etapa junto comigo, agradeço pelo apoio e incentivo.

A todos os professores, funcionários e colegas que tive a oportunidade de interagir durante os seis anos que estive presente na Faculdade de Ciências Econômicas da UFBA, com destaque aos colegas/amigos e funcionários: Ana Borba, André Greve, Antonio Matheus, Carla França, Indiara, Iuri Sampaio, Graça Araújo, Guillermo, João Augusto, Luis Lima, Miguel, Raimundo (funcionário) e Washigton (funcionário).

A todas as demais pessoas que participaram dessa trajetória, sou muito grato a todos.

## RESUMO

O presente trabalho propõe-se a analisar os mecanismos institucionais da concessão e da Parceria Público-Privada, a partir de suas aplicações às exigências do mercado, tendo como fundamento de análise o *project finance*. Estabelecendo-se primeiro a apresentação desta técnica de financiamento, que é aqui a grande base de análise desses mecanismos, e, na seqüência, é feita a análise de cada um desses mecanismos institucionais, de acordo com as exigências advindas dessa modalidade de financiamento e do princípio de subsidiariedade, entendendo-se aqui que a garantia de retorno aos patrocinadores do projeto funciona como condição necessária, mas não suficiente para atrair os agentes privados à execução dos serviços públicos. Realizada as análises, expõe-se a correta forma de aplicação de cada uma das modalidades de concessão na prestação do serviço público, de forma a estabelecer a máxima eficiência do modelo de concessão em sentido lato. Por fim, conclui-se que a concessão em sentido amplo, da maneira que foi concebida institucionalmente no Brasil, não funciona de forma tão eficiente quanto poderia, apesar dos mecanismos continuarem atrativos, e que, apesar da recente tentativa de exposição da Parceria Público-Privada como solução para os problemas dos gargalos econômicos, a realidade é que este mecanismo institucional não possui condição de ser aplicado nesta extensão, e, mesmo que tivesse, seria um erro sua utilização desta forma.

**Palavras-chaves:** parceria público-privada, concessão comum, financiamento de projeto (*project finance*), serviço público, e infra-estrutura.

## SUMÁRIO

1	<b>INTRODUÇÃO</b> .....	07
2	<b>FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO</b> .....	09
2.1	<b>FINANCIAMENTO DE PROJETO</b> .....	09
2.1.1	<b>Características Básicas</b> .....	09
2.1.2	<b>As Principais Partes Envolvidas</b> .....	11
2.1.1.1	A Sociedade de Propósito Específico (SPE) .....	11
2.1.2.2	Os Financiadores .....	12
2.1.2.3	O Poder Concedente .....	12
2.1.2.4	Construtores, Compradores e Fornecedores .....	13
2.1.3	<b>As Garantias e os Riscos Inerentes ao Financiamento de Projeto</b> .....	13
2.1.4	<b>Rede de Contratos Coligados e Seu Elevado Custo de Transação</b> .....	16
2.1.4.1	Categorias Contratuais .....	17
2.1.4.2	Tipos Contratuais e Suas Funções Imediatas .....	18
2.1.4.2.1	<u>Contratos Operacionais</u> .....	18
2.1.4.2.2	<u>Contratos de Empreitada</u> .....	19
2.1.4.2.3	<u>Contratos de Garantia</u> .....	20
2.1.4.2.4	<u>Contratos Financeiros</u> .....	21
2.1.5	<b>Formas de Financiamento do Empreendimento</b> .....	22
2.1.6	<b>Fluxo de Caixa e Análise Viabilidade</b> .....	24
2.1.6.1	Análise de Viabilidade pela Concepção do(s) Financiador(es) .....	25
2.1.6.2	Análise de Viabilidade pela Concepção do(s) Patrocinador(es) .....	26
2.1.7	<b>Classificação de Acordo Com o Modelo de Exploração do Empreendimento</b> .....	29
2.2	<b>FINANCIAMENTO DE PROJETO X FINANCIAMENTO CORPORATIVO</b> ..	30
2.3	<b>O BNDES</b> .....	33
3	<b>OS MECANISMOS INSTITUCIONAIS: CONCESSÃO E PARCERIA PÚBLICO-PRIVADA</b> .....	37
3.1	<b>CONCESSÃO COMUM</b> .....	38
3.1.1	<b>Conceitos e Diretrizes</b> .....	38
3.1.2	<b>Remuneração do Concessionário</b> .....	39
3.1.3	<b>Garantias Fornecidas</b> .....	40
3.1.4	<b>Regulação e Licitação</b> .....	42
3.1.5	<b>Limitações do Modelo de Concessão</b> .....	43
3.2	<b>PARCERIA PÚBLICO-PRIVADA</b> .....	46
3.2.1	<b>Objetivo da PPP</b> .....	47
3.2.2	<b>Conceitos e Diretrizes</b> .....	47
3.2.3	<b>Exigências Gerais</b> .....	50
3.2.4	<b>Remuneração do Parceiro</b> .....	51
3.2.5	<b>Garantias</b> .....	52
3.2.6	<b>Órgão Gestor das PPPs</b> .....	53
3.2.7	<b>Projetos e Contratos de PPP</b> .....	54
4	<b>CONCLUSÃO</b> .....	57
	<b>REFERÊNCIAS</b> .....	59

## 1 INTRODUÇÃO

O financiamento e/ou a eficiência: o que tem levado a concessão do serviço público em sentido lato? É neste contexto, que são introduzidos a técnica do financiamento de projetos e os dois mecanismos institucionais de mediação entre o Estado e a iniciativa privada: a concessão e a Parceria Público-Privada (PPP).

A crise financeira do Estado brasileiro é utilizada aqui para justificar a mudança da função estatal na economia, diminuindo a atuação do governo como operador direto e aumentando a sua atuação como organizador, regulador e fiscalizador (Estado subsidiário<sup>1</sup>). Essa tendência de mudança é facilmente explicada em função da restrição orçamentária imposta aos governos, principalmente após a crise do crédito internacional, no início da década de 80.

O equilíbrio orçamentário tornou-se então condição indispensável para a manutenção da ordem econômica. Com a crise fiscal, o crédito tornou-se mais dispendioso e os governos viram-se obrigados a utilizar percentuais cada vez maiores do orçamento público com o pagamento das suas dívidas, o que contribuiu, em conjunto com a necessidade de controle inflacionário, para a obrigatoriedade do enxugamento da máquina estatal.

Com a “falência” estatal, os governos perderam a capacidade de financiar a infra-estrutura necessária para atender as demandas sociais e econômicas, o que acarretou a expansão dos gargalos econômicos, surgindo, então, a necessidade de atrair o capital privado para cobrir o déficit nos empreendimentos voltados para promoção da infra-estrutura.

O objetivo desse trabalho reside justamente em apresentar estes mecanismos institucionais (concessão e PPP), através de uma análise de suas corretas formas de utilização e de suas aplicações a partir dos critérios/exigências de mercado, tendo como fundamento a modalidade de financiamento de projeto, mais conhecido como *project finance*, que é reconhecidamente a tecnologia de ponta utilizada para alavancar recursos necessários ao desenvolvimento de projetos de infra-estrutura, tendo já seu uso difundido em larga escala nos países desenvolvidos.

---

<sup>1</sup> Significa a grosso modo que o Estado deve limitar-se as atividades que a iniciativa privada não tem condições de atuar por sua conta e risco.

Com este propósito o trabalho consta no primeiro capítulo desta introdução e de mais três capítulos subseqüentes.

No ponto 2.1 do segundo capítulo, é apresentado como opção de financiamento de longo prazo o financiamento de projeto (*project finance*). Trata-se de uma técnica estruturada de financiamento de investimentos amplamente utilizada em projetos de infra-estrutura, tendo como garantia apenas o fluxo de caixa do empreendimento. A finalidade de apresentar o *project finance* advém da necessidade de se expor como ocorre a alavancagem do financiamento através dessa técnica e preliminarmente como pode ser definido o critério de escolha entre os mecanismos de concessão e PPP.

Na seqüência, no ponto 2.2 do segundo capítulo, são apresentadas as principais diferenças entre o financiamento de projeto e o financiamento corporativo (tradicional), na tentativa de demonstrar o motivo da expansão na utilização do *project finance*.

Ainda no segundo capítulo, no ponto 2.3 é apresentado o BNDES como a principal instituição financeira brasileira com participação em financiamentos da modalidade *project finance*, assim como as principais exigências do BNDES para concessão do empréstimo.

Na introdução do terceiro capítulo, são expostos os conceitos de concessão no seu sentido lato, e do princípio da subsidiariedade, indicando desta forma a direção da análise exposta nas partes subseqüentes quando são expostas individualmente as análises dos mecanismos institucionais da concessão e da Parceria Público-Privada, tendo como objetivo avaliar o correto uso desses mecanismos e de suas aplicações, a partir dos critérios/exigências de mercado (*project finance*), buscando assim, avaliar a eficiência do seu uso em atrair o investidor privado.

No quarto capítulo é emitida a conclusão acerca da eficiência da concessão em sentido lato, assim como do uso da Parceria Público-Privada de forma genérica, tendo-se assim o sentimento de dever cumprido em relação à análise dos mecanismos institucionais da concessão e da PPP, assim como de suas corretas aplicações.



## 2 FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO

Esse espaço é utilizado para expor o funcionamento da técnica de financiamento de projeto, como modalidade de financiamento amplamente utilizada em projetos de elevado valor e que necessitam de um longo horizonte de funcionamento para amortizar o investimento, como nos casos dos projetos de concessão e Parceria Público-Privada.<sup>2</sup>

### 2.1 FINANCIAMENTO DE PROJETO

#### 2.1.1 Características Básicas

O financiamento de projetos<sup>3</sup> é uma modalidade de financiamento voltada para projetos de elevado valor sobre um horizonte de longo prazo, onde os riscos envolvidos são bastante mitigados ao patrocinador, sendo grande parte desses riscos alocados entre as demais partes envolvidas no projeto.

A mitigação do risco para com os patrocinadores é uma das principais características dessa modalidade de financiamento, que é obtida através da segregação (separação) do empreendimento financiado das demais atividades dos seus patrocinadores. Em condições normais, essa segregação ocorre via Sociedade de Propósito Específico (SPE).

No financiamento de projetos a garantia do financiador fica geralmente limitada apenas ao patrimônio da SPE, ou seja, os ativos (o patrimônio) dos patrocinadores ficam separados do empreendimento gerido pela SPE, que é constituída única e exclusivamente para implementar e gerir o empreendimento, não possuindo portanto, nenhum vínculo com as demais atividades realizadas pelos patrocinadores desse empreendimento. Por isso, a concessão do financiamento é baseada na capacidade estimada do projeto de gerar receita. Inclusive o montante e o percentual referente ao financiamento são determinados em função da capacidade esperada do projeto de gerar fluxo de caixa.

---

<sup>2</sup> É importante esclarecer que o financiamento de projeto não é exclusivamente utilizado em projetos de concessão e PPP, sendo essa técnica utilizada amplamente para qualquer empreendimento que se enquadre nas exigências e características dessa modalidade.

<sup>3</sup> Finnerty (1999) em alguns momentos usa a expressão “engenharia financeira” para fazer referência ao financiamento de projeto. Para ele, o financiamento de projeto só será bem sucedido, caso exista interesse de todas as partes envolvidas no projeto, sendo indispensável que todos esperem obter benefício sobre o arranjo do financiamento proposto. Para isso, é necessário o desenvolvimento de uma elaborada estrutura financeira, pautada em contratos, que assegurem, a cada uma das partes, um ganho decorrente da formulação do arranjo.

Além da segregação, o financiamento de projetos possui algumas outras características que lhe são marcantes, tais como: o grau da alavancagem financeira, o empréstimo garantido apenas nas receitas futuras do próprio empreendimento, e um significativo custo de transação envolvido nas suas operações, devido aos contratos e garantias exigidos pelos financiadores.

A estrutura de um financiamento de projeto possibilita ao empreendimento alcançar um elevado grau de alavancagem financeira, ocasionando um nível de endividamento, em muitos casos, de 70 a 80% do capital total necessário a implementação do projeto.

Como já foi exposto, a proporção de endividamento externo de um financiamento de projeto vai depender principalmente da expectativa do projeto gerar e assegurar receitas: quanto maior for o nível de receita operacional assegurada via contratos, maior é a tendência de participação dos financiadores externos<sup>4</sup>.

Segue então, abaixo, a definição em termos gerais de um *project finance* realizada por alguns autores:

O *project finance* pode ser definido como a captação de recursos para financiar um projeto de investimento de capital economicamente separável, no qual os provedores de recursos vêem o fluxo de caixa vindo do projeto como fonte primária de recursos para atender ao serviço de seus empréstimos e fornecer o retorno sobre o capital investido no projeto. (FINNERTY, 1999, p.2).

Na realidade, o *project finance* é mais do que isso, pois se trata de uma engenharia de projeto estruturado para segregar o risco, preservar a capacidade de endividamento de seus empreendedores ou patrocinadores, dividir o risco entre vários interessados, economizar no pagamento de tributos, levar adiante um projeto grande demais para um só patrocinador ou evitar a necessidade de garantias reais, utilizando apenas a garantia de recebíveis do próprio projeto (fluxo de caixa autogerado). (BORGES, 2002, p. 4)

[...] financiamento de projeto é uma técnica de colaboração financeira por meio da qual, de um lado, o empreendedor pode captar recursos para viabilizar um projeto sem expor o seu patrimônio total e balanço, ou expondo-os em menor grau, ao endividamento oriundo do financiamento, e, de outro, o financiador externo pode conceder um empréstimo vinculado à exploração de certo projeto, satisfazendo-se essencialmente com a

---

<sup>4</sup> O patrocinador do projeto, ou financiador interno financia parte do empreendimento e é o agente responsável por montar e gerir a SPE. Já o financiador externo é o agente que financia o restante do capital, sendo este tradicionalmente um financiamento de mútuo escopo.

capacidade de geração de receitas, e ativos alocados ao projeto, como fontes primárias de pagamento. (ENEI, 2007, p. 38).

Como percebe-se preliminarmente, os contratos de financiamento de projeto são bastante diferenciados dos de financiamento convencional. Essa diferenciação dá-se, principalmente, devido à limitação da responsabilidade dos patrocinadores, além do fato da garantia ser baseada nas receitas futuras (fluxo de caixa futuro) do próprio empreendimento, o que, de fato, torna essa modalidade acessível para projetos de infra-estrutura, englobando inclusive algumas atividades antes tidas como exclusivas do serviço público, como será exposto mais a frente na análise da concessão e da Parceria Público-privada.

## **2.1.2 As Principais Partes Envolvidas**

### **2.1.2.1 A Sociedade de Propósito Específico (SPE)**

De acordo com Enei (2007), a Sociedade de Propósito Específico é uma sociedade com personalidade jurídica própria, constituída por uma ou mais sociedades patrocinadoras, com o objetivo de montar e explorar um determinado empreendimento, tendo para tal um período pré-fixado de existência. Chagas (2006, p.25) passa uma visão semelhante quando diz que a SPE é “[...] uma sociedade anônima ou limitada que serve para segregar ativos e receitas de um único projeto. No caso do *project finance*, serve para isolar dos credores dos demais ativos da(s) empresa(s) controladora(s) do projeto.”

No Brasil, assim como na maioria dos países, a SPE é utilizada como a ferramenta capaz de separar o empreendimento das demais atividades dos patrocinadores (separação administrativa, contábil e financeira). Entretanto, de acordo com Enei (2007) o que configura o financiamento de projeto não é a SPE, ou qualquer outro instrumento societário, mas sim a reunião de traços distintivos típicos, tais como: (1) a separação do empreendimento das demais atividades, (2) a limitação da responsabilidade do patrocinador, (3) a alocação de risco via rede de contratos (elevação dos custos de transação), e (4) a garantia de pagamento do financiamento externo baseada no fluxo de caixa futuro esperado do empreendimento (receitas futuras).

### 2.1.2.2 Os Financiadores

De acordo com Enei (2007), são considerados financiadores de um projeto apenas os financiadores internos e os externos<sup>5</sup>, não sendo contabilizado como financiadores os “novos acionistas”, nem os debenturistas ou outros investidores em títulos da dívida emitidos pela SPE, esses são considerados apenas provedores de recursos, afinal, seu ingresso contribuiria apenas para a elevação do capital da sociedade do projeto.

Já de acordo com Finnerty (1999), os acionistas e os debenturistas também são considerados financiadores do projeto. Os acionistas são considerados patrocinadores, só que passivos. Já os debenturistas são considerados financiadores externos uma vez que possuem participação em re-financiamento das dívidas. Esta abordagem é a que é utilizada neste trabalho.

Com relação ao financiador externo, sua participação vai muito além de uma simples concessão de empréstimo. Em geral, os financiadores externos possuem uma ingerência dos negócios da SPE (principalmente os bancos comerciais), tendo inclusive direito a veto sobre deliberações, assim como direito de fiscalizar e receber relatórios periódicos.

### 2.1.2.3 O Poder Concedente

É comum a existência de um poder concedente (instituição) que normalize e regule as atividades e empreendimentos sobre a modalidade do financiamento de projeto, sobretudo nos projetos que envolvam concessão de serviço público, quando a instituição governamental determina prazo e regras a serem cumpridas.

O controle se dá devido à importância das atividades, que muitas vezes englobam serviços tidos como obrigatórios (serviços de utilidade), tais como a energia, água e o saneamento. Desta forma, o governo tem o dever de torná-los acessíveis a todas as classes econômicas, buscando dessa forma, evitar a exclusão das pessoas que possuem baixa capacidade de pagamento, além de criar as condições necessárias para que o agente privado aufira ao menos

---

<sup>5</sup> Normalmente o financiador externo é composto por um grupo de instituições financeiras (Bancos e Agências de Desenvolvimento), as quais possuem apenas um representante (instituição líder), que tem a função de realizar as negociações e exigências para com as demais partes envolvidas no projeto. Já o financiamento interno é proveniente da(s) sociedade(s) patrocinadora(s) e de outros acionistas da SPE constituída para explorar o projeto.

o mínimo de retorno possível sobre o investimento, ou seja, atuar de forma a conciliar os interesses públicos e privados em relação ao empreendimento (Estado subsidiário).

#### 2.1.2.4 Construtores, Compradores e Fornecedores

Essas partes possuem suas ligações com a SPE estabelecidas através dos contratos. Em geral são contratados tendo como principal função a distribuição dos riscos, através da garantia de fornecimento e compra durante o longo prazo, com valores pré-estabelecidos, o que implica, muitas vezes, no ingresso deles como parte dos patrocinadores.

Nas SPEs os construtores são responsáveis pela construção e disponibilização dos ativos, já os fornecedores e os compradores são responsáveis respectivamente pelo fornecimento de matéria prima e pela compra do produto final, ao mínimo durante todo o período de amortização do empréstimo.

### 2.1.3 As Garantias e os Riscos Inerentes ao Financiamento de Projeto

No financiamento de projetos existem apenas duas linhas de financiamento relacionadas ao nível de garantia: o financiamento sem direito de garantia contra o patrocinador (*non-recourse project finance*), que é a forma mais pura e rara, e o financiamento com acesso limitado ao patrimônio do patrocinador (*limited recourse*). Como já foi exposto, não existe a possibilidade dos financiadores usufruírem de acesso integral (ilimitado) ao patrimônio dos patrocinadores, como ocorre no financiamento tradicional.

É evidente que o nível e a quantidade de garantias exigidas possuem total correlação com os riscos envolvidos no projeto, e que, os riscos também possuem forte correlação com o estágio de desenvolvimento do empreendimento. Sendo assim, as garantias concedidas ao financiador externo tendem a se concentrar no período de construção e aquisição dos ativos do empreendimento, afinal, este é o período que envolve a maior parcela dos riscos, e como o empreendimento é a principal garantia de retorno do capital investido, o mesmo deve ser preservado de forma a garantir o esse retorno.

Dando prosseguimento a correlação entre os riscos, as garantias e as fases de implementação do empreendimento, deve-se expor uma classificação realizada por Chagas (2006) referente

as etapas de desenvolvimento do empreendimento, relacionadas com os tipos e intensidades dos riscos. Desta forma, ele divide o projeto em quatro fases: desenvolvimento, construção, intermediária, e operação.

A fase de desenvolvimento é o período no qual o patrocinador realiza os estudos de viabilidade técnica, financeira e econômica do projeto, faz as solicitações necessárias ao Poder Concedente (autorizações, contratos, e licenças), e busca parceiros para o projeto, sobretudo um financiador. O nível de risco dessa fase é elevado (muitas indefinições) e geralmente recaem apenas sobre os patrocinadores. Geralmente os financiadores externos liberam o financiamento apenas depois da comprovação que o projeto é viável, técnica, econômica e financeiramente. Além disso, geralmente se exige que o patrocinador interno despenda toda a sua participação na fase inicial do empreendimento.

A fase de construção dos ativos possui nível de risco igual ou maior que a de desenvolvimento, quando a maior monta é despendida. O principal risco é que os ativos não fiquem prontos, ou fiquem prontos fora do prazo estabelecido, ou ainda, que não fiquem dentro das especificações técnicas e legais exigidas. Geralmente, antes de se construir, os financiadores externos exigem que os patrocinadores comprovem por meio de testes que a tecnologia que será utilizada é capaz alcançar os índices de produtividade esperados.

A fase intermediária é composta pelo período entre a finalização da construção e/ou aquisição dos ativos, e o período de operação. Podendo, essa fase durar poucos meses ou até anos, ocorrendo a variação em função do tipo de atividade, ou seja, do tempo necessário para estruturar e organizar todo o empreendimento; para comprovar que o projeto está dentro das especificações técnicas e legais estabelecidas anteriormente (inclusive a nível de performance); para finalizar os contratos pendentes e para se obter as concessões e liberações necessárias pós-construção. Para exemplificar essa variação de tempo, Chagas (1999) explica que no caso de uma grande Usina Hidrelétrica, o prazo entre a entrada em funcionamento da primeira máquina geradora e a última pode chegar a cinco anos.

Por fim, a fase de operação é caracterizada por uma maior quantidade de riscos envolvidos. Apesar disso, esses riscos são mais facilmente identificados e gerenciados, o que diminui a intensidade/importância dos mesmos. Nessa fase, existe uma maior quantidade de partes envolvidas com o empreendimento, o que possibilita uma maior distribuição dos riscos entre

essas partes. Entretanto, o que mitiga realmente o risco é o fato do empreendimento já estar em funcionamento e gerando receita.

Ainda na sua tese de mestrado Chagas (2006, p. 31) agrupa em um quadro a tipologia de riscos de um financiamento de projeto de quatro autores: Finnerty, Tinsley, Nevitt e Fabozzi, e Borges, como exposto abaixo:

<i>Finnerty (1999)</i>	<i>Tinsley (2000)</i>	<i>Nevitt e Fabozzi (2000)</i>	<i>Borges (2005)</i>
Risco de suprimento	Risco de suprimento	-	Risco comercial
Risco econômico	Risco de mercado	Risco de preço do produto	Riscos setorial
	Risco operacional – componente gerencial	-	Risco comercial
Risco tecnológico	Risco de engenharia	Risco de avaliações e estimativas	Risco de implantação
	Risco operacional – componente técnico	Risco de performance operacional	
-	Risco operacional – componente de custo	-	
-	Risco ambiental	Risco ambiental	
-	Risco de infra-estrutura	-	
Risco de força-maior	Risco de força-maior	Risco de força-maior	Risco de caso fortuito ou força-maior
Risco de conclusão	Risco de conclusão	Risco de conclusão	Risco de implantação
Risco político	Risco político	Risco político	Risco país (ou Soberano)
		Risco país	
		Risco soberano	
-	Risco dos participantes	-	
Risco cambial	Risco cambial	Risco cambial	
Risco financeiro	Risco de taxa de juros	Risco de taxa de juros	Risco financeiro
-	Risco do sindicato de credores	-	
-	-	Risco de refinanciamento	
-	Risco legal	Risco legal	Risco legal
-		Exeqüibilidade dos contratos de suprimento	
-		Exeqüibilidade dos contratos de venda	
-		Risco de disponibilidade de permissões e licenças	

Quadro: Tipologia de Riscos em *Project Finance*.

FONTE: CHAGAS, 2006.

Como já foi explicado, os riscos mensuráveis e previsíveis possuem total correlação com as garantias exigidas pelos financiadores. Sendo assim, entre as condições exigidas pelos financiadores para aprovar um financiamento de projeto está a cobertura (mitigação) desses riscos através de contratos.

Após a identificação dos riscos existentes, deve-se procurar mitigá-los ou alocá-los às partes que melhor podem gerenciá-los. Primeiramente, deve-se entender que os provedores de dívidas ao projeto, sejam eles bancos ou investidores dos mercados de dívidas, não costumam assumir riscos de investidores de capital próprio. Desta forma, dificilmente os provedores de dívida ao projeto realizarão adiantamentos de recursos anteriormente ao início da construção sem a proteção contra riscos do negócio e de riscos financeiros, pois de outra forma estariam expostos a riscos inerentes aos investidores de capital próprio. (CHAGAS, 2006, p. 34).

#### **2.1.4 Rede de Contratos Coligados e seu Elevado Custo de Transação**

É indispensável para a implantação do financiamento de projeto, a existência de um ambiente ao máximo seguro e confiável, que permita aos investidores um teto mínimo de segurança sobre o retorno do capital empreendido. Os contratos possuem justamente a função de assegurar ao investidor o melhor panorama possível do empreendimento, como percebe-se através da citação abaixo:

Ressalte-se que as responsabilidades, garantias e divisão de riscos num *Project Finance* exigem contratos complexos, confiáveis e respeitados, além de um ambiente legal onde seja possível fazer valer os contratos judicialmente (*law enforcement*). A estrutura de contratos envolvida numa estruturação de uma operação sob esta modalidade é cara e exige tempo dos participantes nas longas negociações, em que se busca alocar os diversos riscos envolvidos às diversas partes comprometidas com a realização do projeto. Estas relações contratuais de alocação de riscos constituem uma das bases da estrutura financeira em questão, com a tendência de substituição das garantias usuais (carta fiança, hipoteca, aval, carta de crédito etc.) por garantias de construção ou de performance durante a fase de implantação do projeto e, preferencialmente por garantias ligadas ao fluxo de caixa do projeto durante sua fase de operação (CHAGAS, 2006, p. 27).

Faz-se necessário, chamar a atenção para os custos oriundos da estrutura de garantias baseadas em contratos, sendo esse custo diretamente relacionado com os as garantias fornecidas pelo ambiente institucional, quanto mais desenvolvido for o ambiente maior será a segurança do investidor sobre o cumprimento dos contratos e leis, e menor será o risco de ocorrência de comportamentos oportunistas, o que diminui sensivelmente os custos de



transação relacionados com a atividade, uma vez que, o custo para obtenção de informações é menos dispendioso e os custos relativos a confecção e assinatura de contratos também é menor, valendo o oposto para ambientes institucionais de baixa credibilidade.

É importante ainda avaliar que a estrutura do *project finance* por si só já é bastante dispendiosa, uma vez que, a quantidade de contratos é imensa e a necessidade de grande parte deles estarem conectados consome muito tempo e dinheiro, por isso, a elevação dos custos em função do ambiente institucional de baixa credibilidade pode certamente inviabilizar a execução de empreendimentos, o que acarreta em perda de eficiência econômica.

#### 2.1.4.1 Categorias Contratuais

No financiamento de projeto, os contratos estabelecidos são conectados de tal forma que terminam por formar uma rede correlata, que, segundo Enei (2007) pode ser dividida em seis categorias de acordo com a função imediata de cada um dos tipos de contrato. A primeira categoria é composta pelo contrato plurilateral de sociedade, que regula e organiza a SPE, e pelos outros contratos societários que venham a acontecer. A segunda, pelos contratos financeiros, através dos quais ocorre o financiamento de mútuo escopo. A terceira, pelos contratos de garantia, que são fundamentados nas receitas futuras do empreendimento. A quarta, pelos contratos de empreitada que são os contratos de construção, fornecimento de equipamentos e materiais, enfim, relativos à aquisição e construção do empreendimento (ativos). A quinta, pelos contratos operacionais, os quais possuem prazo não inferior ao prazo de amortização completa do financiamento. Esses contratos são responsáveis por regular as atividades da SPE, incluindo os contratos com os fornecedores, prestadores de serviços, e os consumidores. A sexta e última, pelos contratos de concessão, concebidos para permitir a exploração por parte da SPE do bem público, ou de qualquer outra atividade que seja regulada pelo Estado.

Cada categoria de contrato possui uma função específica, não apresentando aparentemente traços comuns entre si. Entretanto, tal como defende Enei (2007), todos os contratos estão unidos por uma finalidade sistêmica (são articulados e possuem uma finalidade comum), que é a captação de recursos para a implantação e desenvolvimento do empreendimento no longo prazo, tendo o seu centro principal na SPE, por isso a denominação rede de contratos coligados, como observado abaixo. (ENEI, 2007, p. 303).

Assim, os contratos são elaborados com a preocupação de que seus prazos de vigência e eficácia estejam em perfeita sincronia, de modo que, por exemplo, o financiamento seja liberado em tempo hábil ao pagamento dos empreiteiros responsáveis pela construção da obra; a obra seja concluída concomitantemente ao início da operação, quando também deverão estar eficazes os contratos de suprimento de matéria-prima e venda do produto final tenham prazos de vigência coincidentes, e não inferiores ao prazo de amortização do financiamento etc.

Preços, critérios de reajuste e revisão, prazos e condições de pagamento, encargos moratórios, cláusulas penais e tributos devem estar alinhados nos diversos contratos, de modo que a SPE não assuma um risco de descasamento de prazos ou valores.

Eventos que possam prejudicar o cumprimento de um contrato, como eventos de força maior ou caso fortuito, ato do príncipe e inadimplementos, devem transmitir-se em cadeia aos demais contratos, para que um contrato isoladamente considerado não possa continuar a produzir efeitos sem que os demais contratos que lhe dão sentido estejam igualmente eficazes.

Na seqüência são expostos alguns dos contratos, pertencentes às categorias descritas acima, assim como o funcionamento dos mesmos, exemplificando como os contratos são utilizados para melhor alocar os riscos entre as partes envolvidas no financiamento de projeto, conseqüentemente mitigando os riscos para com os patrocinadores, e sobretudo com os financiadores externos.

#### 2.1.4.2 Tipos Contratuais e Suas Funções Imediatas.

##### 2.1.4.2.1 Contratos Operacionais

Os contratos celebrados com os fornecedores e compradores (clientes) são geralmente contratos de longo prazo para o fornecimento/venda, inclusive com preços e quantidades pré-determinados. Um ponto importante a ser destacado no contrato de longo prazo com os fornecedores é a elevação dos preços como forma de prevenção das oscilações de mercado, afinal, o prazo estabelecido em contrato é muito longo, por isso os fornecedores tendem a aumentar ao máximo os preços acordados em contrato, buscando assim se precaverem de perdas futuras, o que, de certa forma, pode ser visto **isoladamente** como uma perda de eficiência por parte do empreendimento, afinal os custos tendem a apresentar um sobrepreço.

Para assegurar a compra e venda da produção e/ou serviços são utilizados vários tipos contratuais e acordos<sup>6</sup>, tais como: contrato *Take-if-Offered* – o comprador tem a obrigação de pagar pelo produto e/ou serviço caso o mesmo seja entregue e/ou disponibilizado, mesmo que esteja fora das especificações contratadas; contrato *Take-or-Pay* – o comprador paga periodicamente uma quantia correspondente a disponibilização do fornecimento de uma quantidade estipulada de produtos e/ou serviços, independente da sua aceitação, só não sendo o comprador obrigado a pagar em caso de falha na entrega; contrato *Hell-or-Hight-Water* – o comprador é obrigado incondicionalmente a pagar pelo produto e/ou serviço independente do mesmo não ser entregue/prestado e/ou estar fora das especificações contratadas; acordo de *Throughput* - o usuário das instalações de um projeto se obriga a utilizar uma quantidade mínima dos ativos do projeto e em contrapartida paga uma remuneração à sociedade do projeto (esse acordo é muito comum em projetos de oleodutos e gasodutos); contrato de Custo de Serviço (*Cost of Service Contract*) – nesse caso o comprador paga a parte proporcional dos custos<sup>7</sup> relativas ao serviço e/ou produto por ele contratado, sendo em muitos casos o comprador obrigado a pagar mesmo que não ocorra a prestação do serviço e/ou disponibilização do produto; acordo de Pedágio (*Tolling Agreement*) – quando se cobra pedágio pelo uso de seus ativos, ocorrendo inclusive quando se processa matéria prima usando para tal a infra-estrutura do empreendimento; contrato *Supply-or-Pay* – obriga os fornecedores de matéria-prima a disponibilizarem a matéria-prima conforme seja especificado, ou a pagarem multa correspondente ao prejuízo causado pela não entrega.

#### 2.1.4.2.2 Contratos de Empreitada

Os contratos realizados com os construtores (empreiteiros) e com prestadores de serviço operacional são muito semelhantes, apesar de serem classificados de forma diferente por muitos autores. Os contratos de construção são obrigatoriamente realizados por terceiros, com prazos de entrega e especificações técnicas definidos em contrato, repassando assim os riscos de não finalização, atraso, subestimação dos custos de construção, ineficiência técnica, ou qualquer outro caso ao terceiro contratado, sendo inclusive comum a contratação de empreiteiros diferentes, em diferentes fases da construção. Os contratos de prestação de

---

<sup>6</sup> Finnerty (1999, pág. 56) explica que: “Os fatores que determinam qual o tipo de contrato de compra e venda mais adequado em relação a um determinado *project finance* incluem (1) o tipo de instalação envolvido; (2) a natureza da transação de compra; (3) as partes do contrato; e (4) os riscos inerentes ao projeto”.

<sup>7</sup> O custo aqui mencionado refere-se ao custo de produção, podendo ser o custo fixo, o variável, ou o custo total, dependendo apenas de como tenha sido estabelecido em contrato.

serviço de operação e de manutenção também são terceirizados, permitindo assim que os riscos sobre o uso de tecnologia errada, ou rapidamente obsoleta sejam repassados totalmente ou parcialmente a esse terceiro, uma vez que o terceiro é contratado para disponibilizar o equipamento (tecnologia) que atenda a expectativa de eficiência determinada.

#### 2.1.4.2.3 Contratos de Garantia

Os contratos de seguro relativos aos riscos de Força Maior são utilizados para proteger ao máximo o empreendimento de fatores imprevisíveis, tais como: catástrofes naturais, conflitos sociais e entre sociedades (guerras, greves...), riscos políticos (embargos políticos, imposições políticas, mudanças regulatórias/legislativas, golpes de estado, confiscos, mudança de políticas/prioridades econômicas...), e atos impessoais (crise no sistema financeiro, apagões energéticos...). Os seguros contra esses fenômenos são muito dispendiosos, raros e o montante assegurado geralmente é limitado, o que torna, em alguns casos, esse tipo contratual inviável.

Além dos contratos, são utilizados outros artifícios para mitigar os riscos de força maior, sobretudo os políticos, tais como: no caso de um investidor estrangeiro, a atração de agentes locais para o projeto, aumentando a força política e poder de negociação com o governo; outro artifício é o uso de agências multilaterais (Banco Mundial e Banco Interamericano de Desenvolvimento) e/ou agências de desenvolvimento locais (BNDES) como parte dos financiadores.

O risco ambiental é um exemplo de risco que dificilmente consegue ser mitigado através de um contrato de seguro. A forma mais usual de prevenção sobre perdas futuras financeiras (embargos ambientais, e compensações ambientais) ocorre através de exigências impostas pelos financiadores para liberação dos recursos. Para minimizar esse risco, normalmente, é imposta a contratação de empresas terceirizadas especializadas em gerenciamento do meio ambiente, além disso, existe uma vasta e detalhada lista desenvolvida pelo Banco Mundial, que é amplamente aceita e exigida internacionalmente, e que estabelece regras e obrigações sobre aspectos ecológicos, sociais e culturais, os quais devem ser seguidos a risca, afim de se evitar perdas futuras, que poderiam, inclusive, inviabilizar a continuidade do empreendimento.

Existem também os contratos correspondentes às garantias reais, que possibilitam ao financiador ou um terceiro nomeado por ele, verificar e inspecionar os bens e direitos dados como garantia, que permanecem sobre a posse da sociedade devedora, e em caso de inadimplência ou de alguma outra infração grave, é prevista a tomada desses bens e direitos pelo agente financiador (*step-in-rights*), sem que ocorra comprometimento à continuidade do empreendimento. Entre as garantias reais, destacam-se as garantias tradicionais (hipoteca, penhor e anticrise) e a garantia fiduciária.

Os contratos de alienação fiduciária de bens e ativos, originalmente prevêem que em caso de inadimplência ou qualquer outra falta grave, o credor fiduciário pode exigir a posse dos bens e direitos. Entretanto, no Brasil, o Pacto Comissório (artigo 1.365 do Código Civil) veda a prática do *step-in-rights*. Nestes casos, o bem deve ser leiloadado através de venda judicial, ou extrajudicial, fator este que representa vantagem em relação à hipoteca, que por sua vez, permite apenas a venda judicial. Outra vantagem em relação à hipoteca é que o bem alienado não integra massa falida do devedor, não sujeitando-se os bens alienados fiduciariamente à preferência em favor de credores trabalhistas.

Além dos contratos de garantias reais, existem outros tipos contratuais atípicos, que inclusive, são utilizadas em conjunto com os contratos de garantias reais, tais como: o *step-in-right*, que já foi mencionado acima, e o contrato de obrigações de fazer e não fazer. A técnica das obrigações de fazer e não fazer é utilizada para impor o controle do credor sobre a sociedade devedora, como percebe-se na citação a seguir:

Essas obrigações, estipuladas sem qualquer parcimônia, impõem ou vedam certos comportamentos à sociedade do projeto, sendo o seu descumprimento normalmente tratado como um inadimplemento capaz de ensejar, tal qual a mora no pagamento das prestações do financiamento (inadimplemento financeiro propriamente dito), o vencimento antecipado do saldo remanescente da dívida, a execução das garantias e a adoção de outros remédios contratuais, a exclusivo critério do financiador externo (ENEI, 2007, p. 225).

#### 2.1.4.2.4 Contratos Financeiros

Por fim, tem-se o contrato de financiamento que, de acordo com Enei (2007), é o único contrato que possui destaque em relação aos demais, devido a ser nele estabelecido a captação

dos recursos, e contratualmente como ocorrerá a liberação dos recursos para os demais contratos.

### **2.1.5 Formas de Financiamento do Empreendimento**

As fontes de financiamento e as modalidades utilizadas são um dos pontos-chaves para se entender a estrutura dessa modalidade. Por isso, segue a explicação de como ocorre a captação do financiamento da SPE através das suas duas fontes principais: os financiadores internos (Capital Próprio) e os externos (Dívida Senior).

A maior parte do financiamento interno é oriunda da capitalização dos próprios patrocinadores<sup>8</sup>, sendo também comum a participação dos compradores da produção e dos fornecedores. Além desses, existem os potenciais investidores provedores de capital próprio (acionistas), que não envolvem-se diretamente na execução do empreendimento, porém, ingressam na operação interessados nos retornos provenientes dos dividendos e ganhos de capital.

Os patrocinadores do projeto normalmente fornecem a maior proporção do capital inicial do projeto. Frequentemente, é também solicitado aos compradores de produção do projeto que façam investimentos de capital no mesmo. A investidores de capital externos, geralmente instituições financeiras poderá ser oferecida a oportunidade de investir capital num projeto. (FINNERTY, 1999, p. 153).

Já a maior parte do financiamento externo é proveniente de empréstimos concedidos por bancos comerciais. No Brasil o BNDES é a instituição com maior participação nessa modalidade de financiamento. Além dos bancos comerciais, das agências de desenvolvimento, e dos órgãos multilaterais (Banco Mundial, BID e IFC), os fundos de pensão, segurados e os fundos de investimento também atuam como financiadores e inclusive estão aumentando a sua participação nessa modalidade de financiamento, as suas atuações são estabelecidas por meio de oferta pública, ou colocação privada, sendo a colocação privada mais comum, devido a maior dificuldade de classificação do risco na oferta pública.

As seguradoras (companhias de seguro de vida) são utilizados geralmente para re-financiar os empréstimos concedidos pelos bancos comerciais. Estes, quase que exclusivamente só

---

<sup>8</sup> Os patrocinadores geralmente se capitalizam através da integralização de capital e do empréstimo intragrupo.

concedem empréstimos baseados em taxas de juros flutuantes, e as companhias de seguro re-financiam o empreendimento após o início das operações do empreendimento a taxas de juros fixa, fazendo para isso, uso do mercado de swaps. O re-financiamento é concebido como mais uma forma de ganho de eficiência, uma vez que: o serviço da dívida fica estabelecido por um valor definido, possibilitando um melhor planejamento do empreendimento; e geralmente a incidência da taxa de juros é inferior a que seria cobrada pelo banco inicialmente, uma vez que, os riscos são menores, afinal o refinanciamento só ocorre depois que o empreendimento já está em funcionamento, e com arrecadação estabilizada.

De acordo com Enei (2007) o financiamento externo é oriundo de cinco formas de captação de recurso diferentes: o mútuo escopo, os valores mobiliários, a alienação fiduciária ou o arrendamento, a securitização/cessão de créditos, e por fim o consórcio.

A forma mais tradicional de concessão de empréstimos para contratos de financiamento de projeto é através do empréstimo de mútuo escopo. O financiamento de um contrato de mútuo escopo é obrigatoriamente destinado a um emprego específico pelo mutuário, que passa a ter domínio sob o produto do empréstimo, mas passa também a ter a obrigação de restituir o agente mutuante tal como fora acordado em contrato.

O empréstimo realizado através de valores mobiliários ocorre quando a SPE emite, através de oferta pública ou privada, valores mobiliários ou direitos de crédito. Ele também pode ocorrer através da emissão de debêntures no mercado local, e de notas ou bônus no mercado estrangeiro. Para Finnerty (1999), o mercado de colocações privadas tem sido mais receptivo a financiamentos de dívidas de projetos que os de títulos públicos, pois as agências que classificam os riscos dos projetos possuem muita dificuldade em classifica-los em projetos com nível de endividamento, afinal, as sociedades não possuem histórico de funcionamento, e por isso é necessário se esperar até que o projeto apresente alguns anos de operação lucrativas.

Na alienação fiduciária ou no arrendamento, a infra-estrutura (equipamentos e instalações) “financiada” tem como única garantia de pagamento as próprias receitas do empreendimento (pagamento a prazo). Além disso, deve ser previsto em retomada do bem em caso de inadimplência, caso a legislação permita.

A securitização possui efeito equivalente ao do mútuo escopo, afinal, o financiador externo adquire direitos de crédito sobre as receitas futuras.<sup>9</sup>

Por fim, no consórcio, o financiador externo deve contribuir ou com parte dos recursos e/ou com parte dos ativos necessários ao empreendimento, enquanto o patrocinador ingressa com o restante dos recursos e/ou ativos e com a administração/gerenciamento do empreendimento. Com relação à divisão dos resultados, o financiador externo tem direitos limitados sobre as receitas do empreendimento, tendo direito apenas ao ressarcimento do montante emprestado adicionado ao juros correspondente. Já em caso de dificuldade financeira do empreendimento, o financiador externo possui prioridade em relação aos patrocinadores.

### **2.1.6 Fluxo de Caixa e Análise de Viabilidade**

Antes de se executar um empreendimento dessa magnitude é indispensável a realização de um plano de financiamento, onde são estudadas todas as fontes de recursos potenciais em relação às necessidades de recursos para cada ano, ao valor estimado do fluxo de caixa disponível e aos mecanismos de suporte de crédito para dívida do projeto.

De acordo com Finnerty (1999), para se alcançar um plano ótimo de *project finance*, deve-se conciliar ao máximo possível seis objetivos: assegurar a disponibilidade de recursos que sejam suficientes à conclusão do projeto; assegurar a minimização máxima possível de custos para estes recursos; minimizar também a exposição de crédito dos patrocinadores ao projeto; maximizar a taxa de retorno de capital dos patrocinadores<sup>10</sup>; maximizar também os benefícios fiscais; e por fim, alcançar um tratamento regulamentário o mais benéfico possível.

Antes de expor a análise do investidor e do patrocinador sobre o investimento é importante tratar rapidamente do fluxo de caixa, que nada mais é que o registro de todas as receitas e despesas em um determinado período de tempo, utilizado pelos investidores aqui como forma de planejamento e ferramenta de decisão sobre o investimento futuro.

---

<sup>9</sup> O direito sobre receitas futuras se resume a parte das receitas, sendo indispensável para o sucesso do empreendimento a previsão de retirada de um montante necessário para cobrir os custos de operação e manutenção da SPE. Além disso, para que a securitização tenha efeito semelhante ao mútuo, os direitos de crédito do financiador externo devem ser finalizados à medida em que o mesmo recupere todo o valor concedido no momento do empréstimo e o montante correspondente ao juros.

<sup>10</sup> A taxa de retorno é subordinada às limitações impostas pelo financiador externo e as limitações do fluxo de caixa do projeto.



### 2.1.6.1 Análise de Viabilidade pela Concepção do(s) Financiador(es)

Geralmente a capacidade de obtenção de recurso de um projeto é medida pelos credores ou pela capacidade da sociedade responsável pelo projeto de honrar com a dívida a cada ano, ou pela análise do fluxo de caixa descontado, antes do pagamento da dívida.

A análise de fluxo de caixa descontado também tem como objetivo limitar o montante a ser emprestado à capacidade anual máxima de endividamento do empreendimento, por isso, o empréstimo é limitado a um percentual referente à capacidade estimada do valor presente do fluxo de caixa descontado, antes do pagamento da dívida, por todos os anos, até a amortização completa do empréstimo.

Já a capacidade suportável anual de crédito do projeto, é mensurada através dos testes de cobertura anual, que englobam a medição de três índices: o de cobertura de juros, o de cobertura das despesas financeiras, e o de cobertura do serviço da dívida. O uso desses índices em conjunto com o modelo de fluxo de caixa descontado é muito útil na determinação do nível máximo de endividamento que o projeto é capaz de suportar.

O índice de cobertura de juros mede a capacidade do projeto de gerar lucro (antes da dedução dos impostos e dos juros) em relação encargo dos juros referente à dívida. Caso esse valor seja igual a 1, significa que o projeto só foi capaz de gerar lucro suficiente para pagamento dos encargos da taxa e juros. O ideal é que esse valor seja superior a 1, de preferência com uma margem de cobertura, por exemplo de 1,25, o que proporciona uma maior segurança sobre as possíveis variações referentes às receitas e despesas futuras.

O índice de cobertura de despesas financeiras possui a mesma interpretação da cobertura dos juros, ou seja, valores menores que 1 e até muito próximos a 1, representam um alerta com relação ao peso dos montantes gastos com das despesas com aluguel e com arrendamento de equipamentos.

O índice de cobertura da dívida possui algumas diferenças com relação aos dois anteriores. Nesse caso, calcula-se a capacidade do projeto de gerar lucro (antes da dedução de imposto, dos juros, da depreciação e da amortização), em relação às despesas com encargos dos juros,

dos aluguéis e da amortização do principal, sendo a amortização do principal não dedutível do imposto de renda. Esse índice é a medida mais abrangente dos três índices, e um resultado inferior a 1 significa que o projeto não pode honrar com a dívida apenas pelo seu fluxo de caixa, sendo necessário obter algum recurso extra para viabilizar o empreendimento. O ideal é que o índice tenha uma margem de segurança, não alcançando valor inferior a 1,1. A nível ilustrativo, o BNDES exige uma taxa mínima anual na fase operacional de 1,3, ou 1,2 caso o projeto tenha previsão de taxa interna de retorno não inferior a 8%.

Para os credores, tanto a análise do fluxo de caixa descontado quanto as análises dos índices de endividamento de um projeto, servem como parâmetro de segurança na avaliação da capacidade de endividamento máximo do projeto, em bases anuais. Já para os patrocinadores, a decisão entre realizar o investimento ou não, é geralmente estabelecida em função da análise da expectativa de retorno, que também é baseada na análise de fluxo de caixa descontado.

#### 2.1.6.2 Análise de Viabilidade pela Concepção do(s) Patrocinador(es)

Antes de expor o funcionamento do fluxo de caixa descontado e a sua utilização como parâmetro da análise de viabilidade do projeto, é necessário expor alguns fatores que influenciam nessa análise, como ocorre com o custo histórico, com o *timing* do fluxo de caixa, e o *timing* dos pagamentos.

O custo histórico, ou custo passado, não deve ser considerado no momento da decisão de investir, sendo as despesas passadas consideradas irrelevantes para análise, devendo-se portanto considerar apenas as entradas e saídas futuras na previsão da taxa interna de retorno.

A importância do *timing* do fluxo de caixa ocorre em função do obrigatório casamento entre os fluxos de entrada e de saída, como já havia sido exposto quando foi explanado sobre a rede de contratos coligados.

Já o *timing* dos pagamentos é colocado por Finnerty (1999), como opção de maximização do lucro, em função do tempo em que são declaradas as entradas e saídas do fluxo de caixa em termo de fiscalização. O que ocorre é que, o valor presente dos impostos será menor quanto antes forem declaradas as despesas e quanto depois forem declaradas as receitas, o que se traduz em elevação do lucro, uma vez que o valor do dinheiro no tempo se altera.

Na óptica do patrocinador a análise do fluxo de caixa descontado serve para avaliar se o fluxo de caixa esperado é capaz de cobrir todos os custos relativos ao investimento. Caso o seja, a decisão pode ser por realizar o empreendimento. Ou seja, se possuir Valor Presente Líquido maior que 1, o projeto é atrativo e deve ser empreendido.<sup>11</sup>

Para se montar o fluxo de caixa descontado deve-se: (1) estimar os fluxos de caixa incrementais do projeto no futuro (deduzindo-se os valores relativos a imposto, depreciação, e, em casos específicos, as despesas de exaustão); (2) estimar o valor correspondente ao custo do capital (taxa de juros x percentual do endividamento + taxa de interna de retorno – IRR x percentual da alavancagem), sendo essas taxas estabelecidas em função dos riscos relativos a implementação e exposição à atividade; (3) converter os valores futuros estimados do fluxo de caixa para o valor presente; e (4) comparar o valor do fluxo de caixa incremental com o valor do custo do capital, ambos em valor presente. Dados esses passos, torna-se então possível aferir a estimativa do Valor Presente Líquido do empreendimento, determinando-se desta forma a viabilidade ou não do projeto.

Para que um *project finance* seja viável, o fluxo de caixa do projeto deve se adequar tanto ao serviço pontual da dívida quanto à provisão de uma taxa de retorno adequada para os investidores de capital. A taxa de retorno esperada sobre um investimento deve ser comensurável ao risco do projeto. Investidores de capital ativos exigirão uma taxa de retorno mais elevada do que os investidores de capital passivo. (FINNERTY, 1999, p. 131).

Entendido como funciona um fluxo de caixa de um projeto, é necessário agora tratar das taxas de retorno exigidas para compensar a exposição ao risco do projeto (custo do capital). O custo do capital é estabelecido pela soma da taxa de retorno exigido para o capital (calculado depois da incidência de imposto), com a taxa de retorno sobre o endividamento (calculado antes da incidência de imposto).<sup>12</sup>

As taxas de retorno exigidas pelos patrocinadores e financiadores são estabelecidas em função da participação de cada um deles na alavancagem financeira do empreendimento e do seu

---

<sup>11</sup> Os fluxos de caixa esperados devem ser calculados no seu Valor Presente Líquido (após pagamento de imposto), pois o retorno esperado é do capital real que vai ser disponibilizado para os patrocinadores.

<sup>12</sup> A grosso modo, o custo do capital exigido assemelha-se ao custo de oportunidade do capital, ou seja, a taxa de retorno que o mesmo obteria em uma situação de investimento semelhante a essa, quando o risco e a alavancagem financeira fossem iguais. Por isso, é comum que os financiadores utilizarem projetos já finalizados que possuam a mesma estrutura de capital, e o mesmo risco operacional, enfim, a mesma estrutura e estejam inseridos na mesma realidade para avaliarem a taxa mínima que devem exigir para investirem no projeto.

custo do capital, que pode ser mensurada através do custo do capital ponderado. O custo do capital ponderado nada mais é do que a soma da taxa de retorno exigido com a taxa de retorno sobre o endividamento em função da alavancagem financeira utilizada no projeto (percentual de participação dos patrocinadores x IRR + percentual de participação dos financiadores x taxa de retorno sobre o endividamento).

A taxa de retorno exigida é determinada por uma taxa livre de risco (normalmente determinada pelo mercado) somado à uma taxa de prêmio em função a um beta de ação ordinária. O prêmio do risco corresponde ao risco da operação, ou seja, quanto maior o risco, maior tende a ser o prêmio exigido. Finnerty (1999, p. 119), define que “beta indica a sensibilidade dos retornos sobre um título mobiliário em relação às mudanças nos retornos nas carteiras de mercado.” Caso o beta seja 1, o retorno será o mesmo, caso o beta seja 1,5 e o mercado tenha uma variação de 10% positiva ou negativa, ocorrerá uma variação de 15% positiva ou negativa.

Outra metodologia utilizada para avaliar a viabilidade de um projeto é a análise da taxa interna de retorno (IRR), que corresponde à taxa de retorno esperada em relação ao custo do capital. Caso a taxa de retorno esperada seja maior que o custo do capital, o projeto deverá ser implantado.

A análise do fluxo de caixa descontado envolve estimar o valor do investimento inicial, projetar os fluxos de caixa incrementais líquidos de impostos, estimar o custo de capital, e então utilizar o método NPV ou método IRR para determinar se um projeto vale mais do que custará. O custo de capital depende do risco do projeto de investimento de capital, não da empresa que empreende o projeto. O valor do projeto é baseado em sua capacidade de gerar fluxo de caixa futuros, assim como o valor de uma ação se baseia em seus dividendos futuros esperados. Se em comparação com outras, uma determinada empresa pode gerar fluxos de caixa futuros esperados mais elevados utilizando-se dos ativos do projeto, o projeto agregará mais valor àquela empresa do que às demais. Entretanto, o risco do ativo é o mesmo, independente de qual empresa é a proprietária. Portanto, o custo de capital deverá ser o mesmo para todas as empresas; diferenças no valor de um projeto de uma empresa para outra se refletem nos fluxos de caixa esperados, não no custo do capital. (FINNERTY, 1999, p. 130).

### 2.1.7 Classificação de Acordo Com o Modelo de Exploração do Empreendimento

Existem algumas definições para o modelo de exploração do empreendimento que devem ser expostas aqui. Todas elas são derivadas do modelo clássico BOOT - construir, adquirir, operar, e transferir (*built, own, operate, and transfer*).

O BOOT é bastante utilizado nas concessões de serviços públicos. Quando o agente público concede a uma SPE o direito de propriedade de explorar determinada atividade, mediante a construção da infra-estrutura necessária para tal, no final do período da concessão a SPE deve reverter toda a infra-estrutura para o mesmo (modelo padrão das concessões brasileiras). As variações desse modelo de exploração são: o BOO, BOLT, e o OMT.

No BOO a SPE constrói o empreendimento, possui direito sobre o mesmo e o explora sem a existência de prazo. No BOLT a SPE constrói, adquire o direito de explorar via arrendamento (*leasing*), e ao final do período o empreendimento é transferido ao agente público ou ao arrendatário, através de pagamento do valor residual. Já no OMT a SPE assume a posse do empreendimento pronto, podendo explorar durante um período estabelecido e depois o devolve.

Enei (2007, p. 44) descreve outra variação que é mais sofisticada e que por isso também merece exposição:

Sob a perspectiva da origem das receitas do projeto (que, nos modelos acima [BOOT, BOO, BOLT, e OMT], provêm ou de operação onerosa da infra-estrutura ou do seu arrendamento ao usuário), variações mais sofisticadas podem ainda pressupor a construção de infra-estrutura por parte da sociedade do projeto não para operação ou arrendamento, mas para servir de contribuição a um consórcio, a uma sociedade comercial ou a outra modalidade de *joint venture*, hipótese em que as receitas do projeto advirão da distribuição de resultados do consórcio, sociedade ou *joint venture* em questão.

Em seu trabalho, Enei (2007) ainda dá dois exemplos de operações de financiamento de projetos com a configuração descrita na citação acima, sendo oportuno então expô-los aqui .

O primeiro é o projeto Marlim, quando um sindicato de instituições financeiras emprestou recursos sobre o regime de financiamento de projetos à SPE denominada Nova Marlim

Petróleo S.A., controlada pelo banco ABN, BNDES e outras instituições que participaram da construção da infra-estrutura necessária à exploração de um campo petrolífero no Campo de Marlim. Para viabilizar a exploração, a SPE Nova Marlim se consorciou à Petrobrás, que contribuiu com o direito de extração e assumiu a responsabilidade pela operação da infra-estrutura e pela comercialização do petróleo.

O segundo exemplo é de um financiamento concedido também sobre o regime de financiamento de projeto à SPE formada pelo grupo El Paso, para que o mesmo construísse uma usina termoeétrica na cidade de Macaé. Também para viabilizar o empreendimento, a SPE montou um consórcio com a Petrobrás e a empresa detentora da concessão de comercialização de energia, ficando essas empresas responsáveis por fornecer o gás – insumo intermediário (Petrobrás) e por comercializar a energia no mercado – produto final (empresa de energia).

Este segundo exemplo, configura-se como um exemplo de projeto de perfeita implantação, onde os riscos sobre a variação tanto de demanda, quanto de oferta são mitigados pela atração de empresas que possuem o monopólio sobre a exploração desses produtos e serviços, respectivamente a Petrobrás e a concessionária de energia.

## 2.2 FINANCIAMENTO DE PROJETO X FINANCIAMENTO CORPORATIVO

É importante utilizar esse espaço para expor as principais diferenças entre o financiamento corporativo (convencional) e o financiamento de projeto. Estabelecendo assim uma melhor compreensão do que torna o financiamento de projeto uma opção cada vez mais atrativa e em expansão para financiamento de infra-estrutura.

De acordo com Finnerty (1999), a utilização da modalidade de financiamento de projetos é preferida ao financiamento tradicional quando ocorre: (1) a necessidade de seleção dos projetos mais transparentes para o financiamento de projeto, enquanto os menos transparentes devem ser financiados pela modalidade de financiamento corporativo, estabelecendo, portanto uma melhor alocação em função da escassez de recursos, o que conduz a uma maior flexibilidade para a empresa; (2) quando o crédito dos patrocinadores não for suficiente para

garantir o empréstimo; e (3) de acordo com as exigências do financiamento corporativo<sup>13</sup>, geralmente nesses casos o financiamento corporativo é inviável, pois o financiamento tende a apresentar um custo de capital maior que seria em um financiamento de projeto.

Abaixo segue um quadro com as principais diferenças entre as modalidades de financiamento aqui discutidas, sendo a tabela uma adaptação das tabelas desenvolvidas por: Enei (2007, p. 66) e Finnerty (1999, p. 25).

---

<sup>13</sup> No financiamento convencional o crédito é concedido baseado no histórico da empresa, na avaliação do patrimônio (ativos e passivos), o que de fato permite ao financiador uma boa margem de segurança contra os riscos e a eventuais comportamentos oportunistas. Além disso, o patrocinador responde com todo o seu patrimônio pelo empréstimo.

Aspectos	Financiamento Tradicional (corporativo)	Financiamento de Projetos (sem recursos ao patrocinador)
Organização.	Grandes empresas são geralmente organizadas de forma corporativa.	O projeto pode ser organizado como parceria ou como empresa de responsabilidade limitada, utilizando mais eficientemente os benefícios fiscais decorrentes da propriedade.
Personalidade Jurídica e Empreendimento.	O empreendimento é desprovido de personalidade jurídica. Sendo desenvolvido e explorado em conjunto com as demais atividades e negócios da sociedade empreendedora.	O empreendimento é personalizado mediante constituição de uma SPE. Sendo desenvolvido e explorado segregadamente, sem influência dos demais negócios carreados pelo patrocinador.
Controle e Monitoramento.	O controle reside principalmente na gerência. O conselho administrativo monitora a performance da corporação em nome dos acionistas e a monitoração direta limitada é feita pelos investidores.	Específica para o empreendimento, incluindo contabilidade separada. Ocorre monitoramento e fiscalização intensa dos financiadores externos.
Flexibilidade financeira.	O financiamento pode ser rapidamente montado, inclusive os recursos gerados internamente podem ser usados para financiar outros projetos, evitando a disciplina do mercado de capitais.	Envolve maior volume de informações, contratação e custos de transação. Por isso, demanda mais tempo para ser estruturado.
Capacidade de endividamento.	O financiamento da dívida utiliza parte da capacidade de endividamento do patrocinador.	O suporte de crédito é proveniente de outras fontes, como: compradores da produção do projeto.
Financiamento Interno.	Disponibilidades financeiras provenientes de: obrigações assumidas, capital social, re-investimento de lucros e/ou reservas contábeis.	Integralização de capital ou empréstimo intragrupo por parte da sociedade patrocinadora.
Financiamento Externo.	Diversas modalidades jurídicas. Via de regra o financiador pode, em uma execução, recorrer a todo patrimônio da sociedade empreendedora.	Geralmente um mútuo de escopo ou emissão de valores mobiliários. Numa execução, financiador não pode alcançar patrimônio geral do patrocinador, mas somente ativos e receitas do empreendimento.
Garantias ao Financiador Externo.	Como todo o patrimônio da sociedade empreendedora responde por suas dívidas, frequentemente não há necessidades de garantias reais ou pessoais, embora essas possam ser oferecidas.	Existência de garantias reais sobre todos os ativos e receitas vinculados ao empreendimento. Patrocinador não presta garantia, a não ser penhor das ações da sociedade do projeto.
Instrumentalização Jurídica.	Um contrato pode ser suficiente, com vigência de curto ou longo prazo.	Necessariamente deve existir uma rede de contratos coligados, com vigência de longo prazo.
Riscos.	Diversificado em função das diversas atividades e negócios, os ganhos em uma atividade podem compensar perdas em outra. Maior propensão em assumir os riscos e ganhos que o projeto específico pode proporcionar.	Específico ao empreendimento. Os resultados do empreendimento não se comunicam com os das outras atividades da sociedade patrocinadora. Necessidade de alocação clara dos riscos mediante contratos de longo prazo.
Negociação/Custo de Transação.	Negociação mais célebre e menos custosa.	Negociação mais demorada e custosa. Exige participação de consultores e especialistas em diversas naturezas.
Remuneração do Financiador Externo (taxa de juros).	Normalmente reduzida em função do histórico de operações e crédito da sociedade empreendedora (exceto se o histórico não for bom ou o grau de endividamento já estiver elevado).	Normalmente maior, tendo em vista maior risco assumido pelos financiadores.
Fluxo de caixa líquido.	Gerentes têm amplo arbítrio com relação à alocação do fluxo de caixa líquido entre dividendos e re-investimento. Afinal, os fluxos de caixa se misturam e depois são alocados de acordo com a política corporativa.	Os gerentes têm arbítrio limitado. Por contrato, o fluxo de caixa líquido deve ser distribuído aos investidores de capital.
Custo de Gerenciamento ( <i>Agency costs</i> ).	Investidores de capital estão expostos a <i>agency costs</i> do fluxo de caixa líquido mais dispendiosos que no <i>project finance</i> , pois é mais difícil fazer com que os incentivos à gerência sejam específicos do projeto.	O <i>agency cost</i> do fluxo de caixa líquido são reduzidos, uma vez que os incentivos à gerência podem ser atrelados ao desempenho do projeto e existe uma maior monitoramento por parte dos investidores.

Quadro: Financiamento Tradicional x Financiamento de Projeto.

FONTE: Elaboração própria



Finalizada a exposição da mecânica de funcionamento do *project finance* e de como suas características que são mais favoráveis ao financiamento de infra-estrutura, será feita agora uma rápida explanação sobre a atuação do BNDES na modalidade de financiamento de projeto, dando-se, em seguida, prosseguimento ao estudo desse trabalho, passando a analisar os mecanismos institucionais das concessões comuns e das Parcerias Público-Privadas, as quais fazem amplo uso do financiamento de projeto internacionalmente, e que já começam a fazer uso no Brasil.

## 2.2 O BNDES

O BNDES foi fundado no segundo governo de Vargas, início da década de 50, tendo como objetivo aprimorar o planejamento e o financiamento do setor de bens de capital. Atualmente, o BNDES é o principal agente financiador de projetos de infra-estrutura no Brasil, tendo inclusive financiado grande parte dos projetos viabilizados pela Lei nº 8.987/95 (lei das concessões), quando foi aceito como principal garantia do empréstimo, as receitas futuras dos empreendimentos financiados.

No início de 2006, a diretoria do BNDES aprovou novas regras, tendo como objetivo permitir ao banco atuar na modalidade de *project finance*. Sendo assim, faz-se necessário expor aqui as exigências/pré-requisitos fundamentais que foram estabelecidos pelo BNDES (2007) para conceder o financiamento sob a modalidade de financiamento de projeto: (1) a obrigatoriedade na constituição de uma Sociedade de Propósito Específico; (2) que os fluxos de caixa esperados sejam suficientes para saldar o empréstimo; (3) que as receitas futuras sejam vinculadas ou cedidas em função dos financiadores; (4) impõem o uso do financiamento para aquisição de equipamentos e serviços de empresas nacionais, e veda a aquisição de imóveis como parte do objeto do empréstimo; (5) que o índice de cobertura da dívida projetado para cada ano da fase operacional seja no mínimo de 1,3, ou 1,2., caso o projeto tenha uma taxa interna de retorno não inferior a 8% ao ano; (6) obriga aos patrocinadores à participação de, no mínimo, 20 por cento na alavancagem do investimento total do projeto; (7) obriga que nos contratos de operação, seja vedada a concessão de mútuos da SPE aos acionistas e ainda estabelece condições e restrições a qualquer pagamento da SPE aos sócios.

Com relação às garantias, o BNDES pode dispensar o índice padrão de 130% de garantias reais, comum aos financiamentos tradicionais, caso a SPE: (1) não negue oferecer como garantia aos principais financiadores os ativos e recebíveis que forem solicitados; e (2) não forneça como garantia à terceiros os ativos e recebíveis do projeto, salvo em caso de autorização dos principais financiadores.

Na fase pré-operacional, o BNDES estabelece a possibilidade de dispensar a garantia fidejussória caso: (1) exista o compromisso dos patrocinadores em complementar o capital necessário à finalização do empreendimento; (2) a SPE estabeleça contrato com os empreiteiros e/ou fornecedores de equipamentos para concluir o projeto dentro do orçamento, data, especificações técnicas e de desempenho, que tenham sido pré-determinados em contrato; e (3) a SPE contrate seguros para a fase pré-operacional tendo como beneficiário os financiadores.

Na fase operacional também existe a possibilidade de dispensa da garantia fidejussória caso: (1) estabelecimento de penhor ou alienação fiduciária das ações representativas do controle da SPE em favor dos principais financiadores; (2) estabelecimento de penhor dos direitos emergentes do contrato de concessão em favor dos principais financiadores, quando houver direitos emergentes; e (3) outorga do direito de assumir o controle da SPE (*step-in-rights*)<sup>14</sup> aos principais financiadores, válido quando for admitido pela legislação.

A classificação do risco é calculada pelo BNDES em função dos seguintes pontos: (1) a classificação do risco dos controladores da SPE, conforme a dependência do projeto e do financiamento em relação aos mesmos; (2) do risco de implantação do projeto e das medidas mitigadoras que serão utilizadas para minimizar os riscos; (3) do grau de alavancagem da SPE; (4) do fluxo de caixa previsto pelo projeto, tanto em termos de previsibilidade, quanto em capacidade de honrar com o empréstimo; (5) do risco operacional envolvido no projeto e das medidas mitigadoras que serão utilizadas para mitigar o risco; e (6) do valor, da liquidez e segurança das garantias oferecidas pela SPE.

---

<sup>14</sup> De acordo com Borges em “Project Finance e o BNDES” a lei da PPP e a lei que se originou da MP do BEM prevêm o direito do financiador assumir o controle da SPE devedora (*step-in-rights*), em caso de inadimplência das concessionárias de serviços públicos.

Com relação aos prazos, a amortização do empréstimo é definida em função das características de cada projeto, sendo analisado caso a caso. A participação máxima estabelecida pelo BNDES é de 75 por cento do total de ativos projetados pela beneficiária.

Borges (2007) explica que as operações do BNDES sob a modalidade de financiamento de projeto podem dar-se de forma direta, indireta, ou mista. Na forma direta, como o próprio nome diz, a SPE é apoiada diretamente pelo BNDES. Na forma indireta o BNDES atua no apoio de bancos<sup>15</sup> que repassam os recursos fornecidos pelo BNDES, enquanto esses bancos financiam recursos complementares para os ativos que, por sua vez, não podem ser contemplados pelo BNDES. Na mista, parte do crédito é concedido com o uso das duas formas.

Outros pontos mencionados por Borges (2007), que não foram mencionados no site do BNDES são: a possibilidade do BNDES aceitar e apoiar projetos através da subscrição de valores mobiliários de emissão de uma SPE; a possibilidade de se fazer uso de empréstimos do FINAME para a compra de equipamentos; e ainda a possibilidade da abertura do crédito através de um empréstimo ponte, que cobrirá a fase de implantação, e, na seqüência (fase de operação, quando estiverem estabilizadas as receitas). Esse último, é convertido em um mútuo de longo prazo.

Borges (2007) também informa que em meados de 2006 a taxa de financiamento cobrada pelo BNDES para projetos de infra-estrutura era composta pelo custo de captação do BNDES. Já este custo, era composto pela: (1) taxa TJLP (utilizada para remunerar o Fundo de Amparo ao Trabalhador), (2) uma taxa de remuneração básica de juros do BNDES variável entre 0 à 3 por cento ao ano, (3) uma taxa de risco de 0,8 à 1,8 por cento ao ano (operações diretas) e em torno de 0,8 por cento (operações indiretas).

Ainda com relação a taxa de financiamento cobrada pelo BNDES a entidade divulgou, em janeiro de 2007, que como parte do Programa de Aceleração do Crescimento – PAC, reduziu pelo segundo ano consecutivo a taxa remuneração básica de juros do BNDES para as

---

<sup>15</sup> A operação indireta pode ser realizada por um banco ou por vários, os quais se agrupam em forma de consórcio.

seguintes áreas<sup>16</sup>: segmentos de geração, transmissão e distribuição de energia; produção e distribuição de gás; ferrovias; portos; aeroportos; rodovias; saneamento; e transporte urbano. Abaixo está exposta uma tabela com a remuneração básica de juros cobrada pelo BNDES para as diversas modalidades de projetos de infra estrutura.

Tabela: Remuneração Básica do BNDES

	2005	2006	2007	Variação % (07/05)
<b>Energia.</b>				
<b>1. Energia Elétrica.</b>				
Geração.				
Hídrica e Termelétrica.	2,5%	1,5%	1,0%	-60%
Hídrica Estruturante (+ de 2000 MW médios).	2,5%	1,5%	0,5%	-80%
PCH, Co-Geração a Gás, Bioeletricidade.	2,5%	1,5%	1,0%	-60%
Transmissão.	2,5%	2,0%	1,5%	-40%
Distribuição.	3,0%	3,0%	2,0%	-33%
<b>2. Energias Renováveis.</b>	2,5%	1,5%	1,0%	-60%
<b>3. Gás.</b>				
Desenvolvimento, produção e processamento de gás.	2,5%	2,0%	1,5%	-40%
Transporte e distribuição.	2,5%	2,0%	1,5%	-40%
<b>Logística</b>				
<b>1. Modal Ferroviário</b>				
Regiões Norte e Nordeste e redução de gargalos.	2,5%	0,0%	0,0%	-100%
Demais Investimentos	2,5%	1,5%	1,0%	-60%
<b>2. Modais rodoviário, aéreo, portos e terminais.</b>	2,5%	1,5%	1,0%	-60%
<b>3. Concessões rodoviárias</b>	3,0%	3,0%	2,0%	-33%
<b>Desenvolvimento Urbano</b>				
<b>1. Transporte Urbano Integrado</b>	3,0%	2,0%	1,5%	-50%
<b>2. Saneamento Ambiental</b>	3,0%	1,5%	1,0%	-67%

FONTE: Site do BNDES.

<sup>16</sup> De acordo com o BNDES a redução da remuneração básica de juros entre 2005 e 2007 foi em média de 60 por cento.

### 3 OS MECANISMOS INSTITUCIONAIS: CONCESSÃO E PARCERIA PÚBLICO-PRIVADA

Conforme exposto anteriormente, a necessidade do governo de aderir ao princípio da subsidiariedade adveio da crise fiscal internacional, que impôs uma severa restrição orçamentária à Administração Pública e acarretou na necessária diminuição da atuação direta do Estado na economia. Também como já exposto, a questão à qual este trabalho se propõe é analisar o mecanismo da concessão, no seu sentido lato, buscando assim avaliar a aplicação de seu modelo no Brasil, tendo como parâmetro de análise o modelo *project finance*, amplamente utilizado e aceito internacionalmente, e que por isso, passa a ser necessariamente uma obrigatória opção de escolha ao investidor.

Desta maneira, torna-se necessário expor de forma mais específica, do que se trata o princípio da subsidiariedade, tal como a concepção de concessão em lato senso.

O princípio da subsidiariedade corresponde de forma abrangente a diminuição do tamanho do Estado, através da passagem de atividades antes geridas pelo Poder Público, ao agente privado, desonerando o governo de custos desnecessários. Desta forma, torna-se importante a ação do governo, de maneira a viabilizar a atuação privada, sem que para isso, o interesse público seja esquecido. Por isso, o Poder Concedente deve atuar de forma a regulamentar e fiscalizar a atuação privada, conciliando a aferição de retornos suficientes à atração do agente privado, com a qualidade na prestação do serviço.

Algumas idéias são inerentes ao princípio da subsidiariedade: de um lado, a de respeito aos direitos individuais, pelo reconhecimento de que a iniciativa privada, seja através dos indivíduos, seja através das associações, tem primazia sobre a iniciativa estatal; em consonância com essa idéia, **o Estado deve abster-se de exceder atividades que o particular tem condições de exercer por sua própria iniciativa e com seus próprios recursos** (grifo nosso); em consequência, sob esse aspecto, o princípio implica uma limitação à intervenção estatal. De outro lado, o Estado deve fomentar, coordenar, fiscalizar a iniciativa privada, de tal modo a permitir aos particulares, sempre que possível, o sucesso na condução de seus empreendimentos. E uma terceira idéia ligada ao princípio da subsidiariedade seria a de **parceria entre público e privado**, também dentro do objeto de subsidiar a iniciativa privada, quando ela seja eficiente. (PIETRO, 2002, p.27).

Já a concessão em sentido amplo tem sua concepção definida baixo:

À vista do que já foi dito, pode-se definir concessão como o **contrato administrativo pelo qual a Administração confere ao particular a execução remunerada de serviço público ou de obra pública, ou lhe cede o uso do bem público, para que o explore por sua conta e risco, pelo prazo e nas condições regulamentares e contratuais.** (PIETRO, 2001, p. 266).

### 3.1 CONCESSÃO COMUM

O instituto da concessão foi revigorado no Brasil, na década de 90, tendo como objetivo expandir a atuação da iniciativa privada, na prestação de serviços públicos. Para tal, foi necessária a reformulação de novos institutos, Leis nº 8.987/95 e nº 9.074/95, na tentativa de adequar a aplicação da concessão à realidade sócio-econômica. Tratando a Lei nº 8.987, de fevereiro de 1995, da disciplina do regime de concessão e permissão e a Lei nº 9.074, de julho de 1995, do estabelecimento de normas para outorga e prorrogações das concessões e permissões<sup>17</sup>.

#### 3.1.1 Conceito e Diretrizes

No artigo primeiro, da Lei nº 8.987/95, é prevista a possibilidade da concessão do serviço público ser precedida ou não de obra, conforme pode ser constado através dos incisos II e III desse artigo. Por isso, é utilizado aqui duas citações para definir o conceito de concessão comum, a primeira de Pietro (2002), que define o conceito de forma genérica à concessão comum, e a segunda, referente ao artigo segundo, inciso terceiro, que sistematiza a concessão precedida de obra.

No que diz respeito à concessão e à permissão de serviço público, tem-se que partir do princípio de que se trata de contratos administrativos em que a Administração Pública transfere a outrem a execução de um serviço público, para que o execute por sua conta e risco, mediante tarifa paga pelo usuário ou outra forma de remuneração decorrente da exploração do serviço. O objeto da concessão é, portanto, a execução de um **serviço público**. (PIETRO, 2002, p. 46).

Concessão de serviço público precedida da execução de obra pública: a construção, total ou parcial, conservação, reforma, ampliação ou melhoramento de quaisquer obras de interesse público, delegada pelo poder concedente, mediante licitação, na modalidade de concorrência, à pessoa jurídica ou consórcio de empresas que demonstre capacidade para a sua

<sup>17</sup> A permissão **não** faz parte do conteúdo desse trabalho.

realização, por sua conta e risco, de forma que o investimento da concessionária seja remunerado e amortizado mediante a exploração do serviço ou da obra por prazo determinado. (BRASIL. Lei nº 8.987, 1995).

Desta forma, constata-se que a concessão do serviço público é destinada às atividades que possuem previsão de fluxo de caixa incremental suficiente para cobrir o custo do capital investido, de forma a garantir a atratividade mínima do empreendimento à atuação da iniciativa privada. Devendo o fluxo de caixa ser auferido na concessão apenas através de tarifa cobrada ao usuário, ou através de outras atividades que possam ocorrer em conjunto com a concessão.

Com relação às diretrizes, de acordo com Pietro (2002), o concessionário é subordinado aos princípios pertinentes à execução de serviços públicos, sendo eles em especial: a continuidade do serviço, na qual é proibida a interrupção do mesmo por decisão unilateral da concessionária; a mutabilidade do regime jurídico, que permite ao poder concedente alterar cláusulas do contrato de forma unilateral, em caso de interesse público, sendo prevista a restituição ao agente concessionário em caso de perda financeira; e, por último, a igualdade dos usuários, que define a igualdade entre todos os indivíduos desde que estejam dentro do mesmo critério de análise, o que possibilita a diferenciação tarifária (tarifa social).

Outra questão que merece rápida exposição é a definição de serviço adequado, que também norteia a prestação do serviço através do modelo da concessão. De acordo com o artigo sexto, o serviço adequado ocorre quando satisfeitas as condições de regularidade, continuidade, eficiência, segurança, atualidade, generalidade, cortesia na prestação e modicidade das tarifas (normalmente é um fator determinante na licitação).

### **3.1.2 Remuneração do Concessionário**

Como percebido já na citação de Pietro (2002), relativa ao conceito de concessão, o concessionário deve ser remunerado através da prestação do serviço que lhe foi concedido, podendo essa remuneração ser aferida através de tarifa diretamente ao usuário, e/ou mediante outras formas de remuneração que sejam decorrentes da exploração desse serviço (receita alternativa), desde que o serviço foco da concessão seja prestado de acordo com a definição de qualidade.

A remuneração auferida por tarifa cobrada diretamente ao usuário, é a forma mais comum de remunerar o concessionário. Já as receitas alternativas são menos comuns, apesar de terem recentemente crescimento na sua utilização. Sendo assim, a viabilidade do empreendimento depende quase que exclusivamente da cobrança de tarifa aos usuários, o que restringe o uso da concessão à projetos de infra-estrutura que não possuam capacidade de cobrança, além disso, a demanda pelo serviço deve ser forte e estável, por isso, as concessões são utilizadas normalmente em empreendimentos com direitos de propriedade sobre monopólios naturais, buscando-se assim, maior garantia de que, ao final do período de concessão, o empreendimento possua NPV positivo. Caso não exista previsão de fluxo de caixa suficiente, a concessão não poderá ser utilizada.

A possibilidade de cobrança alternativa é compreendida neste trabalho como um fator extremamente positivo, uma vez que essa possibilidade de ingresso adicional de recurso no fluxo de caixa do projeto pode viabilizar projetos, antes inviáveis, ou até mesmo contribuir para a modicidade da tarifa a ser praticada.

É importante aproveitar o espaço para expor novamente que o ambiente institucional é fator determinante na viabilização dos projetos. Quanto mais inseguro for o ambiente institucional (quanto menores forem as garantias sobre os direitos de propriedade e quanto menos simétricas forem as informações), maiores serão os custos de transação, o que, no mínimo, eleva a tarifa cobrada ao usuário, quando não inviabiliza o investimento sobre essa modalidade, sendo necessário o uso de outros mecanismos institucionais como a PPP, o que é entendido como uma perda de eficiência econômica, quando causado por fatores como a ineficiência das instituições.

### **3.1.3 Garantias Fornecidas**

Com relação às garantias previstas na Lei nº 8.987, o que transparece é um nítido esforço em se garantir tanto os interesses públicos, quanto o retorno do concessionário, por meio do direito ao equilíbrio econômico e financeiro. Entretanto, não se observa nenhum esforço da legislação em garantir, ao mínimo que seja, o retorno de capital aos financiadores, na verdade, a legislação apresenta-se extremamente desatualizada, não prevendo nenhum dos novos mecanismos de garantia, tal como ocorre na PPP, e ainda veda o uso de parte dos ativos do



empreendimento como garantia, sendo eles ainda afetados de forma a preservar o princípio de continuidade (garantia do interesse público).

O equilíbrio econômico financeiro é estabelecido, de forma a garantir ao agente privado concessionário o nível médio de remuneração acordado no contrato de concessão, ou seja, uma espécie de taxa média de retorno sobre o investimento realizado. Sendo inclusive previsto, em alguns casos, a garantia de re-estabelecimento parcial ou total do equilíbrio, como nos casos de: (1) imprevisibilidade do risco; (2) riscos inevitáveis; (3) causas de grande desequilíbrio; (4) alteração unilateral do contrato pelo Poder Concedente, ou entidade que o represente; e (5) alteração da carga tributária. Sendo os prejuízos repartidos entre as partes nos casos 1, 2 e 3, e assumidos unicamente pelo Poder Concedente nos casos 4 e 5.

A garantia do equilíbrio econômico e financeiro apresenta-se perfeitamente inserido no princípio da subsidiariedade, como percebido através do esforço do Poder Público em conciliar os princípios pertinentes à execução dos serviços públicos, com a garantia de remuneração ao concessionário. Entretanto, a aplicação do princípio da subsidiariedade falha ao não garantir aos financiadores o ambiente institucional necessário à concessão do empréstimo, tal como nos padrões atuais, o que torna o crédito neste caso mais dispendioso, quando não inviável. Por isso, surge a necessidade de adequação da legislação de forma a permitir uma maior eficiência na execução das concessões.

É importante deixar claro que a ineficiência não é aqui colocada na sua forma plena, uma vez que, os investimentos privados continuam acontecendo nessa modalidade. O que se coloca é que a utilização da concessão não ocorre de forma tão eficiente quanto poderia. Sendo inclusive, oportuno analisar a atuação do BNDES na possível viabilização desses investimentos. Como se sabe, o BNDES atua massivamente na concessão de empréstimos à baixa taxa de juros, tendo como primeiro e grande objetivo fornecer o suporte financeiro aos empreendimentos voltados para o desenvolvimento nacional. Sendo assim, entende-se que o fato do ambiente institucional não ser tão desenvolvido como poderia, pode está sendo compensando pela atuação do BNDES, onerando de forma desnecessária, a instituição.

Não existe aqui nenhuma objeção à atuação do BNDES como incentivador do desenvolvimento da infra-estrutura, muito pelo contrário. A questão aqui colocada é que, caso o ambiente institucional fosse melhor concebido, outras instituições financeiras poderiam ter

maior atuação no financiamento desses projetos, afinal, o crédito em valor de mercado seria mais acessível (quanto maior o risco, mais dispendioso será o crédito). O que permitiria ao BNDES dar suporte a uma maior quantidade de projetos.

### **3.1.4 Regulação e Licitação**

A função das Agências Reguladoras surgiu com a desestatização econômica, quando foi necessário o desenvolvimento de instituições com a função de estabelecer o equilíbrio entre a atratividade do modelo de concessão (garantia de retorno) e o seu fornecimento, de acordo os princípios inerentes à prestação do serviço público. Sendo assim, nas concessões comuns foram concedidos os seguintes poderes e funções as Agências Reguladoras: regulamentar os serviços concedidos em concessão; realizar o procedimento de licitação; celebrar os contratos de concessão; definir valor de tarifa, assim como índices de reajuste e revisão; fiscalizar a prestação do serviço; agir de forma unilateral, quando na defesa do interesse público; reverter os bens ao Poder Concedente ao final da concessão, ou em caso de rescisão antes do prazo. Sendo previsto, para os casos de mudança unilateral das cláusulas contratuais e rescisões a restituição ao agente privado, quando lhe for causado prejuízo, como forma de re-estabelecimento do equilíbrio econômico e financeiro.

A licitação é uma das atribuições transferidas do Poder Concedente às Agências Reguladoras que merece destaque, devido à sua influência direta em todo o processo de concessão, afinal, nele são estabelecidos os critérios de escolha da melhor proposta e todas as normas e cláusulas que devem vigorar durante o período de concessão.

O uso da licitação é obrigatório na concessão, assim como em qualquer outra atividade que envolva a escolha de agente privado pelo Poder Público, de forma a evitar beneficiamento de partes e de promover a eficiência. Sendo utilizado nas concessões o modelo de concorrência, com previsão de pré-qualificação das propostas, através de análise técnica. Os critérios de escolha na fase final do processo licitatório são definidos pela escolha de uma das opções a seguir: menor preço cobrado na tarifa (modicidade); maior oferta do serviço; combinação dos dois critérios anteriores; melhor proposta técnica; melhor proposta em função da combinação menor tarifa e melhor proposta técnica; melhor oferta em função da melhor oferta e melhor proposta técnica; e na melhor oferta de pagamento ao agente público em função do estabelecimento da concessão, sendo na opinião do autor, o pagamento periódico em função

da concessão do serviço um erro, pois funciona como um desestímulo ao desenvolvimento de novas atividades e resolução dos problemas dos gargalos econômicos.

### 3.1.5 Limitações do Modelo de Concessão

As concessões tiveram seu período áureo entre meado e final da década de 90, com a desregulamentação econômica, quando ocorre a mudança da função do estatal na economia, passando o Estado de operador direto para regulador e fiscalizador. Nesse período, foi incentivada a transferência de parte das atividades geridas pelo Poder Público à iniciativa privada, através do mecanismo de privatização, seja através da venda de ações das empresas estatais à iniciativa privada, **que não faz parte dessa análise**, ou através da devolução do direito de concessionário ao agente privado (concessão), **que é o foco da análise**.

O regresso da iniciativa privada à execução dos serviços públicos é marcada pela implementação de diversos projetos, como as concessões na área de transporte, sobretudo o rodoviário, às concessões na área energética (produção e distribuição), entre outros. Como percebe-se pela variação do fluxo de investimento estrangeiro direto no Brasil, que em 1993 era de 0,71 bilhões de dólares, em 2000 alcançou seu ápice, com a cifra de 33 bilhões. A partir de então, observou-se a drástica redução do IED no Brasil, tendo o montante sido reduzido para 15 bilhões de dólares em 2005 <sup>18</sup>. A variação do IED é melhor compreendida com o uso da tabela abaixo, retirada de (CEPAL, 2004, p. 87).

---

<sup>18</sup> Os dados referentes ao IED não estão desagregados, contendo neles todo o volume de IED aportado no Brasil nesses períodos. Por isso, esses valores são utilizados apenas de forma a ilustrar a variação do IED nos projetos de concessão. Já o uso do investimento estrangeiro como parâmetro, se dá devido a maior parte dos investimentos na área de infra-estrutura, incluso os projetos de concessão serem realizados por empresas de capital estrangeiro.

Tabela: Brasil: Fluxos Líquidos de Investimento Direto estrangeiro (milhões de dólares)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>A. IED</b>	<b>2150</b>	<b>4405</b>	<b>10792</b>	<b>18993</b>	<b>28856</b>	<b>28578</b>	<b>32779</b>	<b>22457</b>	<b>16590</b>	<b>10144</b>	<b>18166</b>
Participação no capital (1)	1972	4239	9893	16817	25479	29983	30016	18765	17118	9320	18570
Empréstimos intercompanhia (2)	178	166	899	2176	3377	-1405	2763	3692	-528	823	-405
<b>B. Pagamentos do IED</b>	<b>-4619</b>	<b>-2956</b>	<b>-3095</b>	<b>-5319</b>	<b>-5905</b>	<b>-5151</b>	<b>-4238</b>	<b>-5006</b>	<b>-5950</b>	<b>-5984</b>	<b>6860</b>
Lucros e dividendos	-2290	-2581	-2705	-4707	-5093	-4221	-3105	-3702	-4891	-4836	5853
Juros de empréstimos intercompanhia (4)	-2329	-375	-390	-612	-812	-929	-1133	-1303	-1058	-1148	1007
<b>C. Fluxos líquidos de IED</b>	<b>-2469</b>	<b>1449</b>	<b>7697</b>	<b>13674</b>	<b>229651</b>	<b>23428</b>	<b>28541</b>	<b>17452</b>	<b>10641</b>	<b>4160</b>	<b>11305</b>
(1) - (3)	-319	1658	7188	12110	20386	25762	26912	15063	12227	4485	12717
(2) - (4)	-2150	-209	509	1564	2565	-2334	1630	2389	-1586	-325	-1412

Fonte: CEPAL, com base em informações do Banco Central do Brasil (<http://www.bancocentral.gov.br>).

Ainda de acordo com dados da CEPAL (2004), entre 1996 e 2000, o setor de serviços absorveu 80,2% do IED, enquanto o industrial apenas 18%. Já entre, entre 2001 e 2004, o setor de serviços absorveu 52,9%, enquanto o industrial ampliou sua participação para 40%, e o primário teve participação de 6,8%. Os dados mostram claramente a drástica redução do fluxo de investimento estrangeiro na área de infra-estrutura, voltada geralmente para prestação de serviços públicos.

Muitos creditam a redução do investimento privado em projetos de infra-estrutura, ao possível esgotamento do modelo de concessão. Por isso, apontam como solução o uso das Parcerias Público-Privadas, acreditando eles, que a solução para a possível perda de atratividade do mecanismo de concessão, seja, ao menos no curto prazo, possível através da atuação do Estado como garantidor do fluxo de caixa necessário à implementação dos projetos.

A redução do investimento em projetos de infra-estrutura não é aceita neste trabalho como um possível esgotamento do mecanismo de concessão, assim como não é aceito o uso do mecanismo de Parceria Público-Privada de forma ampla, como solução aos problemas de infra-estrutura.

O modelo de concessão é compreendido aqui ainda como atrativo, mesmo que não o sendo tanto quanto poderia ser, tendo essa perda de atratividade muitas vezes compensada pela

atuação de instituições financeiras governamentais, como o BNDES, que concede o empréstimo muitas vezes na modalidade de *project finance*<sup>19</sup>, ignorando o uso das garantias não cobertas/aceitas pela instituição da concessão comum, e/ou acrescentando-as no contrato de empréstimo, mesmo sabendo que não são cobertas legalmente no Brasil. Sendo assim, aproveitamos esse espaço para fazer um contra ponto a atuação do BNDES, caso o financiador fosse um banco privado, a taxa de juros cobrada seria calculada em função do risco envolvido na operação, elevando-se bastante o crédito nesse caso, evidenciando-se a perda parcial de eficiência causada pela deficiência do ambiente institucional.

Um exemplo da atuação do BNDES em projeto de concessão, na modalidade de *project finance* é fornecido em Santiago (2002, p. 63-87). Nesse trabalho é disponibilizada uma análise criteriosa da forma como foi concebido o financiamento para a concessão da Via Dutra, concedido em 1995. Sendo inclusive oportuno indicar esse trabalho como estudo de caso bem elaborados sobre a utilização do financiamento de projeto em contrato de concessão.

A vertiginosa queda do investimento privado nos projetos de infra-estrutura é apontada aqui muito mais em função do déficit na elaboração de projetos (licitação), que da “possível” perda de atratividade do modelo de concessão. Afinal, existem diversos serviços com fácil aplicação de tarifa aos usuários, com previsão de demanda crescente pelo seu uso, quando já não em parte reprimidas, que estão sendo ignorados, tal como, no setor de transporte (portos, ferrovias, e transporte rodoviário) e no energético (produção e distribuição), entre outros.

A recente licitação (outubro de 2007) de sete trechos de rodovias federais, pode ser utilizada facilmente para questionar a concepção do modelo de concessão como não atrativo. Nessa licitação participaram 29 concorrentes, dos quais apenas 3 foram vencedores, com destaque para o consorcio de origem espanhola OHL, que ganhou 5 dos trechos disputados. O destaque que se dá a licitação dessas concessões é dado em função da forte concorrência ocorrida, refletida na redução média de 46% do valor máximo estipulado das tarifas (CAETANO, 2007), o que reforça o argumento de que as concessões são atrativas e que faltam de projetos.

---

<sup>19</sup> Lembrando que o empréstimo corporativo exige normalmente uma cobertura patrimonial de 130% do valor do montante emprestado, e que em casos de projeto de infra-estrutura, o montante necessário a implementação do projeto é muito elevado.

Por fim, este estudo é contrário ao uso, em larga escala, do mecanismo institucional de PPP, pois o uso eficiente dos mecanismos de concessão só ocorrerá quando eles forem aplicados de forma casada, cada qual obedecendo ao seu propósito específico, buscando-se assim a obtenção da máxima eficiência possível, como será melhor percebido com a apresentação do mecanismo institucional de PPP.

### 3.2 PARCERIA PÚBLICO-PRIVADA

A PPP teve suas primeiras experiências na Inglaterra, a partir de 1992, ainda sob uma concepção diferente da atual, sobre a denominação de *Private Finance Initiative* (PFI), consistindo-se na viabilização de projetos privados para execução de serviço de uso comum, quando o setor público mantinha responsabilidade por disponibilizar parte dos serviços, enquanto setor privado seria responsável por construir e manter a infra-estrutura. Muitos autores utilizam como exemplo o modelo aplicado em hospitais, quando o agente privado fornecia e mantinha a infra-estrutura e o setor público fornecia o capital humano da área de saúde.

Em 1997, o PFI foi ampliado e rebatizado sobre a denominação de *Public-Private Partnership* (PPP), quando a operação deixou de ser uma mera compra de produtos e serviços fornecidos pelo agente privado, passando a uma operação de parceria, tal como é estabelecida atualmente, onde cada parceiro tem função pré-definida e os riscos são compartilhados entre esses parceiros, possibilitando assim, a viabilidade do projeto.

De acordo com Enei, em 2003 já haviam sido implantados 560 projetos de parceria na Inglaterra, sobre um investimento orçado em 35 bilhões de libras. Inclusive, a experiência inglesa foi tão bem concebida, que a concepção de risco foi bastante minimizada, existindo atualmente a expectativa sobre a divisão de ganhos provenientes da redução das taxas de juros em relação à execução dos primeiros projetos.

O sucesso da experiência inglesa fez com que o mecanismo institucional da parceria fosse rapidamente absorvido em diversos outros países, tais como África do Sul, Canadá, Estados Unidos, Holanda, Irlanda, Portugal, países da América Latina, e países da Europa Central –

incentivados pela Comissão Europeia, como forma de solução dos problemas de infraestrutura e de desequilíbrio orçamentário, necessários ao ingresso na União Europeia.<sup>20</sup>

No Brasil, a Parceria Público-Privada foi introduzida e regulamentada pela Lei nº 11.079, apenas em 30 de dezembro de 2004. Tendo surgido como tentativa de viabilizar os projetos de infra-estrutura, que não tinham capacidade de atrair o investimento privado através das concessões comuns.

### 3.2.1 Objetivo da PPP

A utilização da PPP ocorre na intenção de viabilizar projetos de interesse nacional que seriam inviáveis sem o estabelecimento da parceria, devido à insuficiência de fluxo de caixa esperado (as tarifas seriam insuficientes), ou à impossibilidade de geração de fluxo de caixa (governo como beneficiário único e direto do serviço, ou ainda à impossibilidade de cobrar pelo serviço – *free rider*). Sendo assim, o agente público ingressa na parceria, de forma a garantir o fluxo de caixa suficiente à atração da iniciativa privada, ou seja, de forma a garantir a taxa mínima de retorno a que o agente privado está disposto a se submeter para executar a atividade.

A garantia de fluxo de caixa fornecida pelo agente público é de fundamental importância para que os financiadores externos concedam o empréstimo (normalmente um *project finance*)<sup>21</sup>, com menores taxas de juros, uma vez que, os riscos relativos ao fluxo de caixa são quase que totalmente mitigados<sup>22</sup>, restando os riscos comuns a qualquer outro empreendimento, e que por isso, são mais fáceis e menos custosos de serem minimizados através de contratos de obrigação entre as partes e de seguro.

### 3.2.2 Conceitos e Diretrizes

Na Lei nº 11.079/04, a Parceria Público-Privada é definida como o contrato administrativo de concessão, na modalidade patrocinada ou administrativa. A concessão patrocinada, consiste no modelo baseado na remuneração do agente privado, em parte aferida por meio de tarifa ao

---

<sup>20</sup> Com exceção dos Estados Unidos, os outros exemplos foram fornecidos em Enei, 2007, p. 407.

<sup>21</sup> A Lei nº 11.079/04 normaliza a PPP no Brasil de forma a induzir claramente ao uso do financiamento de projeto.

<sup>22</sup> O risco de não pagamento do agente público está sendo minimizado ao extremo devido a existência do Fundo Grantidor, que será melhor exposto na sequência do trabalho.

usuário, e o restante por meio de pagamento do governamental. Já a concessão administrativa, por sua vez, consiste no modelo em que apenas o governo remunera o agente privado (o bom senso, e a gestão eficiente dos recursos públicos implicam em restringir essa modalidade apenas aos casos de impossibilidade de cobrança de tarifa ao usuário).

Concessão patrocinada é a concessão de serviços públicos ou de obras públicas de que trata a Lei nº 8.987, de 13 de fevereiro de 1995, quando envolver, adicionalmente à tarifa cobrada dos usuários contra prestação pecuniária do parceiro público ao parceiro privado.

Concessão administrativa é o contrato de prestação de que a Administração Pública seja a usuária direta ou indireta, ainda que envolva execução de obra ou fornecimento e instalação de bens. (BRASIL. Lei nº 11.079, 2004, Art. 2, 1º e 2º).

Com relação aos princípios a serem seguidos, é determinado no artigo quarto da lei de PPP, que as diretrizes a serem seguidas no contrato de parceria são as seguintes: eficiência; respeito aos interesses e direitos dos destinatários dos serviços e dos entes privados incumbidos da sua execução (respeito ao direito de propriedade); indelegabilidade; responsabilidade fiscal; transparência dos procedimentos e das decisões; repartição dos riscos de acordo com a capacidade dos parceiros em gerenciá-los; e sustentabilidade financeira e vantagens socioeconômicas dos projetos de parceria.

A eficiência é colocada através da exigência de uso adequado dos recursos da sociedade e da eficiência no cumprimento das missões de Estado. A expectativa é inclusive, de redução dos custos de implementação dos projetos, em relação as formas convencionais, uma vez que, os gestores privados tendem a ser mais eficientes que os públicos, tal como, foi observado no caso inglês, com redução média de 17% dos custos.

O respeito ao direito de propriedade é ponto chave na atração do agente privado. Inclusive, a lei da PPP inova ao regulamentar uma série de elementos (garantias) voltados para a aplicabilidade da modalidade de financiamento de projeto, possibilitando um ambiente institucional mais seguro ao investidor privado, seja ele financiador externo, patrocinador, acionista, ou qualquer outra parte envolvida.

A indelegabilidade é estabelecida em função do Estado não poder delegar ao parceiro privado certas funções, que são obrigatoriamente suas, o exercício de poder de polícia, e a regulação.



Existe discussão a nível internacional sobre a necessidade de autonomia das agências reguladoras, como forma de aumentar a eficiência econômica.

A responsabilidade fiscal é estabelecida em função da Lei de Responsabilidade Fiscal, tendo sido muito bem aplicada no caso das Parcerias Público-Privadas, uma vez que, impede o endividamento excessivo do agente público no longo prazo. Afinal, na lei de PPP é proibida a concessão de garantias e transferências de recursos do Governo Federal aos Estados, Distrito Federal e Municípios, caso a soma das despesas de todos os contratos de parceria do ano anterior tenham excedido um por cento de receita corrente líquida do mesmo período, e/ou caso as despesas anuais durante os dez anos posteriores ao contrato excedam um por cento da receita corrente líquida projetada, para cada um dos períodos durante os dez anos.

A transparência dos procedimentos e decisões aparenta ser uma tentativa de se criar um ambiente menos assimétrico, no qual os agentes econômicos tenham melhor condição de assimilar as sinalizações dos agentes públicos, relacionadas aos contratos de parceria. Cabendo inclusive, em caso de falha de argumentação do Órgão Gestor quanto a alguma decisão que envolva alguma outra parte, o questionamento dessa decisão, como até a possibilidade de uso do mecanismo de arbitragem no contrato de licitação.

De forma bem abrangente, a repartição dos riscos pode ser considerada o “coração” da parceria, uma vez que a Administração Pública se responsabiliza por remunerar o agente privado à medida em que o serviço seja disponibilizado. Em contra-partida, o agente privado fica responsável por alavancar o recurso necessário ao empreendimento assim como por sua execução e gerenciamento.

Por fim, a sustentabilidade financeira e as vantagens socioeconômicas dos projetos de parceria são estabelecidas como forma de garantir apenas a aprovação dos projetos de interesse público e com orçamento suficiente ao pagamento da contraprestação pública ao parceiro privado.

A exposição das diretrizes definidas na legislação das PPPs, já induz a uma pré-avaliação do uso do princípio da subsidiariedade em amplo sentido. Nota-se claramente, o estabelecimento da função do poder Público, de forma garantir de forma conciliada, tanto a prestação do serviço público eficiente, quanto o direito dos demais agentes (patrocinadores e

financiadores), de forma a tornar o uso desse mecanismo institucional atrativo à atuação privada.

### **3.2.3 Exigências Gerais**

A lei caracteriza obrigatoriamente as operações de PPP pelo elevado valor monetário, por períodos de concessão relativamente longos, e pela execução dos ativos e fornecimento do serviço. Não apenas fornecimento de ativos ou serviços, como ocorre nos casos das empreitadas e das terceirizações (no contrato de PPP é obrigatória a construção, ou expansão, ou reforma dos ativos e a manutenção dessa infra-estrutura, de forma a se disponibilizar o serviço motivo da concessão).

Nas as operações de PPP, é proibida a celebração de contratos cujo valor seja inferior a vinte milhões de reais. Além disso, o prazo de vigência do contrato deve ser compatível com a amortização dos investimentos efetuados, devendo a amortização ser compatível com o teto mínimo de cinco anos e o máximo de trinta e cinco anos.

As exigências referentes a valor e tempo são entendidas como uma delimitação do objeto de uso da parceria aos grandes projetos de infra-estrutura, evitando a aplicação em projetos que podem perfeitamente fazer uso de outros mecanismos institucionais.

A lei também prevê obrigatoriamente a criação de SPE, que tem obrigação de implantar e gerir o empreendimento concedido, tendo a sua constituição obrigatoriamente que ocorrer entre a declaração da proposta vencedora e a formalização do contrato, sendo previsto: o limite de participação nas ações da SPE pelo governo e/ou instituições controladas por ele, de até 90% nas áreas do Nordeste, Norte e Centro-Oeste, que tenham índice de IDH inferior a média nacional, e limite de 80% para as demais regiões do país; é vedado também ao governo e entidades controladas por ele, possuir maioria do capital votante da SPE, salvo em caso de instituição financeira controlada pelo Poder Público que obtenha maioria em função de falência do empreendimento; a possibilidade da SPE se constituir em forma de companhia aberta, com valores mobiliários admitidos em negociação no mercado; e a possibilidade de

transferência do controle da sociedade, desde que mediante autorização expressa da Administração Pública (*step in rights*).<sup>23</sup>

A introdução da SPE pode ser caracterizada por dois motivos, primeiro pelo objetivo de regulamentar o uso do *project finance*, e segundo pela facilidade de monitoramento que é alcançada com a utilização dessa forma societária (separação administrativa, contábil e financeira).

### 3.2.4 Remuneração do Parceiro

Como já foi exposto, nas PPPs o governo assume a obrigação de remunerar ampla ou parcialmente o agente privado concessionário, dependendo apenas da possibilidade ou não de cobrança ao usuário, ou da necessidade de adoção de políticas públicas<sup>24</sup>. Além disso, a remuneração é obrigatoriamente iniciada em conjunto com a disponibilização do(s) serviço(s), alongando-se por todo período de operação do empreendimento (longo prazo).

Outra novidade apresentada na PPP com relação à concessão comum é a possibilidade de vinculação da remuneração do parceiro privado ao seu desempenho.

Mais uma vez, observa-se a tentativa de estimular a obtenção da máxima eficiência possível. Sendo importante entender que, a remuneração variável só será realmente eficiente, quando o custo aferido com a melhora do desempenho for proporcionalmente menor que os resultados obtidos. Isso, tanto para o parceiro público, quanto para o privado. Por isso, o estabelecimento da remuneração variável no contrato de licitação deve ser cuidadosamente elaborado, a fim de se evitar surpresas, tais quais a perda de eficiência, ao invés do ganho como é a intenção, ou a sua não funcionalidade, uma vez que, se for menos lucrativo para o parceiro privado melhorar a sua eficiência, a tendência é que ele permaneça no mesmo ponto ou até diminua o seu nível de desempenho ao ponto mínimo exigido, em caso de maximização do seu lucro neste ponto

---

<sup>23</sup> É importante lembrar que no Brasil o Pacto Comissório (artigo 1.365 do Código Civil) veda a tomada dos bens e/ou ativos dados como garantia, em caso de inadimplência ou qualquer outra falta grave (*step-in-rights*). Entretanto, a Lei das PPPs autoriza nos artigos quinto e nono o uso desse mecanismos, nota-se mais uma vez o esforço de desenvolver o ambiente institucional capaz de atrair o investidor privado.

<sup>24</sup> Podem ocorrer casos em que o governo opta por remunerar o agente concessionário, a fim de evitar a exclusão de parte da população, ou porque o serviço é tido como obrigatório, vide os casos de transporte público urbano, tal como o metrô, onde o governo subsidia boa parte da tarifa, a fim de minimizar a exclusão social via mobilidade urbana.

### 3.2.5 Garantias

A contra prestação pecuniária do parceiro público ao privado funciona como garantia de fluxo de caixa do projeto<sup>25</sup>, assegurando, no pior dos casos, uma receita mínima ao projeto, minimizando bastante os riscos de demanda e de mercado. Além da prestação pecuniária existem diversas outras garantias que foram estabelecidas na lei das PPPs, tais como: o estabelecimento de Fundo Garantidor; o *step-in-rights* (quando é prevista a transferência do controle da SPE aos financiadores, tendo como objetivo promover a reestruturação financeira e assegurar a continuidade da prestação do serviço -Art. 5º § 2º); a possibilidade de pagamento de garantias concedidas pelo parceiro público diretamente ao agente financiador (inclusive a contra prestação pecuniária e seguro garantia, provavelmente ocorrerá através de penhor ou cessão dos direitos de crédito); o pagamento de indenização do parceiro público ao privado, em caso de antecipação do termino do contrato de parceria; e a previsão de uso dos mecanismos privados de resolução de disputas (quando previsto em contrato de licitação), tal como a arbitragem, utilizada como forma de mediação dos conflitos entre as partes.

O Fundo Garantidor (FGP) é um dos principais, se não for o principal, mecanismo de garantia utilizados no contrato de parceria, tendo sido desenvolvido na intenção de minimizar os riscos políticos, de forma a garantir o pagamento das obrigações pecuniárias assumidas pelos parceiros públicos nos contratos, funcionando como uma espécie de fiador do governo<sup>26</sup>. Apesar da lei da PPP ter sido aprovada em dezembro de 2004, o FGP só veio a ser aprovado em setembro de 2005, quando era composto por ações governamentais de quinze empresas (Banco do Brasil, Celpe, Coelba, Coelce, Comgás, CTEEP, Eletrobrás, Eletropaulo, Embraer, Gerdau, Petrobras, Rhodia, Tractebel, Usiminas, e Vale do Rio Doce), com valor estimado de 4,2 bilhões de reais e podendo chagar a no máximo 6 bilhões de reais..

---

<sup>25</sup> O artigo oitavo da lei de PPP determina que as obrigações pecuniárias contraídas pela Administração Pública podem ser garantidas mediante: (1) vinculação de receitas; (2) instituição de fundos de natureza privada, com ou sem patrimônio de afetação; (3) contratação de seguro garantia com seguradoras não controladas pelo Poder Público; (4) garantias prestadas por organismos internacionais ou instituições financeiras não controladas pelo Poder Público; (5) garantias prestadas por fundo garantidor; e (6) outros mecanismos admitidos em lei.

<sup>26</sup> São previstas as seguintes modalidades de garantia em relação ao FGP: (1) fiança, sem benefício de ordem para o fiador; (2) penhor de bens móveis ou de direitos, sem transferência antes da execução da garantia; (3) hipoteca; (4) alienação fiduciária, permanecendo a posse direta dos bens com o FGP ou com o agente fiduciário contratado até que se execute a garantia; (5) outros contratos que produzam efeito de garantia, desde que não transfiram a titularidade ou posse direta dos bens ao parceiro privado antes da execução da garantia; e (6) garantia real ou pessoal, vinculada a um patrimônio de afetação, constituído a partir da separação de bens e direitos pertencentes ao FGP.

Ainda com relação ao FGP, o fundo é uma entidade privada, com patrimônio próprio separado dos cotistas, tendo sua gestão sobre a competência do Banco do Brasil, que deve seguir os seguintes princípios: independência (teoricamente não é permitida qualquer interferência governamental), conservadorismo (restrição a aplicações de maior risco), e transparência (todas as informações referentes ao fundo devem ser divulgadas de forma atualizada, inclusive com parecer de auditores independentes).

### **3.2.6 Órgão Gestor das PPPs**

O Poder Concedente é representado na PPP através do Comitê Gestor, que foi criado com competência para: definir os serviços prioritários para execução no regime de parceria; definir os critérios para subsidiar a análise sobre conveniência e oportunidade de contratação da parceria (define as razões que justificam a opção); disciplinar os procedimentos para celebração de contratos; autorizar a abertura da licitação; aprovar os editais, os contratos e suas alterações; e apreciar e aprovar os relatórios semestrais de execução dos contratos, enviados pelos Ministérios e pelas Agências Reguladoras.

Com relação ao processo de licitação, a lei das PPPs determina que a licitação deverá ser regida pela modalidade de concorrência, e que sua abertura fica condicionada aos seguintes pontos: (1) a autorização do OGP, sendo ela emitida apenas quando os estudos técnicos comprovam a real necessidade do uso da modalidade e que as despesas não afetarão as metas de resultados fiscais futuras – compensados pelo aumento permanente das receitas ou pela redução permanente das despesas; (2) compatibilidade com a lei das diretrizes orçamentárias e com a lei orçamentária anual; (3) estimativa de fluxos de recursos públicos suficientes para honrar com a dívida assumida por todo o período do contrato; (4) está obrigatoriamente previsto no plano plurianual em vigor; (5) a ocorrência de consulta pública da minuta de edital e de contrato, por meio de publicação na imprensa oficial, e em veículos de grande comunicação, com identificação do objeto, duração do contrato, e estimativa de valor, devendo ser respeitado o prazo de trinta dias para o recebimento de sugestões a serem consideradas na licitação; e (6) a obtenção de licença ambiental prévia, ou a expedição das diretrizes (regulamentos) para a obtenção da licença ambiental do empreendimento, quando o objeto do contrato exigir.

O modelo de licitação estabelecido na legislação da PPP apresenta-se como uma variação do modelo aplicado às concessões comuns, ocorrendo apenas pequenas adequações às características da concessão nas parcerias. Por isso, no modelo de licitação da PPP são previstos: a pré-qualificação das propostas técnicas, sendo excluídas nesta fase as propostas abaixo da pontuação mínima (essa opção é prevista na concessão comum); após a pré-qualificação, os concorrentes restantes apresentam as propostas econômicas, podendo estas serem apresentadas tanto na forma escrita em envelopes lacrados, quanto escritas seguidas de lance em viva voz, sendo estes últimos ocorridos em ordem inversa à da classificação das propostas escritas. Ainda existe a possibilidade do julgamento das propostas extravasar as normas gerais de qualificação (como o menor preço - tarifa, entre outros) e utilizar também, apenas o critério de menor valor da contra-prestação a ser paga pela Administração Pública, ou ainda a melhor proposta em razão da combinação dos critérios de menor valor com o de melhor técnica a ser aplicada.

### **3.2.7 Projetos e Contratos de PPP**

Apesar da legislação referente a Parceria Público-Privada estar em vigor desde o ano de 2004, ainda não foi efetivado nenhum projeto de parceria a nível federal, estando em execução apenas dois projetos a nível estadual. Sendo assim, a exposição dos casos de parcerias se resume aqui, de forma ilustrativa aos projetos federais do Datacenter, e aos dois trechos das rodovias federais baianas BR 116 e BR 324. Já os casos estaduais, se resume aos contratos da Linha 4 do Metrô Paulista e da Rodovia MG 050.

Ao que parece o Datacenter vai ser o primeiro projeto de concessão administrativa no Brasil, correspondendo a construção e operação do centro de dados (TI), que será compartilhado pelo Banco do Brasil e pela Caixa Econômica Federal, estando este projeto atualmente em fase de licitação, e com estimativa de investimento de 1 a 1,2 bilhões de reais, que deve ser despendido ao longo dos 25 anos de concessão. O uso do financiamento de projeto é justificável neste caso pela não necessidade de imobilizar grande monta de recursos a um só momento, e a incapacidade de se financiar essa monta pelo modelo tradicional, uma vez que, a Lei de Responsabilidade Fiscal limita o endividamento público e de empresas públicas a 1% da estimativa da receita futura líquida, já o uso da concessão administrativa é justificada pelo fato dos bancos “estatais” serem os únicos beneficiários do empreendimento.

Os trechos das rodovias federais bairns BR 116 e BR 324 são utilizados aqui como exemplos do possível uso inadequado da PPP. Esses projetos por muito pouco não seriam aplicados sobre o modelo de parceria, só não o foram devido a revisão da taxa máxima de retorno permitida, que agora passa a ser de 8,95%, e como esses projetos de parceria possuíam taxa de 9%, então foram re-configurados para serem aplicados ao modelo da concessão comum.

O contrato de parceria consiste no desenvolvimento da linha “quatro” do metrô da cidade de São Paulo, uma concessão patrocinada com investimento orçado em pouco mais de R\$ 3 bilhões de reais, e com duração de 32 anos. A previsão é 900 mil pessoas façam uso do serviço diariamente, com cobrança de tarifa de R\$ 2,08 reais por usuário, devendo esse valor ser suficiente para remunerar o investimento do parceiro privado de R\$ 816 milhões, enquanto o governo paulista cobrirá o resto do investimento através de contra-prestações pecuniárias, que devem ser iniciadas com o fornecimento do serviço e se estender até o término do contrato de concessão.

Por fim, o projeto mineiro corresponde a concessão patrocinada da rodovia MG-050, que liga o estado de Minas Gerais ao de São Paulo, sobre uma extensão de 372 quilômetros, onde serão implantadas seis praças de pedágio, com custo médio três reais por praça. A previsão de investimento é de R\$ 645 milhões de reais, ao longo de 25 anos, devendo ser iniciada a cobrança de tarifa após a recuperação funcional da rodovia (13 meses após assinatura do contrato, assinado em maio de 2007), tendo o governo se comprometido com a contra-prestação pecuniária de R\$ 658.333,33 reais mensais, o que corresponde a R\$ 7,9 milhões de reais anuais. A expectativa é que a captação dos recursos seja realizada através de um *project finance*, concedido pelo BNDES e pelo Banco Interamericano de Desenvolvimento.

Com relação ao uso das PPP’s no estados brasileiros, o site do Ministério do Planejamento Federal aponta onze estados como tendo legislação própria de parceria, sendo eles: Bahia, Distrito Federal, Ceará, Goiás, Minas Gerais, Pernambuco, Piauí, Rio Grande do Norte, Rio Grande do Sul e São Paulo.

Essa rápida difusão do mecanismo da PPP é preocupante, mesmo que seu uso ainda esteja em estado de “teste”, tendo apenas dois projetos em fase de implantação. A preocupação sobre a rápida difusão do mecanismo faz referência a possibilidade de uso inapropriado desse regime de concessão, uso das PPPs como forma de politicagem, promoção política, ou simplesmente

pelo seu emprego errado, por falha, como ocorreria nas rodovias Federais baianas. Por isso, se defende o uso de órgãos independentes para avaliarem os projetos prioritários e sua correta aplicação, tal como também defende ESTACHE (2004).

Com relação ao seu uso em larga escala a preocupação é bem menor, uma vez que a Lei de Responsabilidade Fiscal impõe a Administração Pública o limite de sua participação em projetos de PPP a 1% da sua receita corrente líquida, o que limita o gasto público nesse modelo, apesar desse mecanismo (Lei de Responsabilidade Fiscal) não evitar seu uso de forma ineficiente, evitando apenas o comprometimento do orçamento público em grande escala e em longo prazo.



#### 4 CONCLUSÃO

Diante da análise feita acerca das concessões e das Parcerias Público-Privadas, o que se constata é que a eficiência do modelo de concessão em sentido lato, depende da aplicação correta de cada um desses mecanismos institucionais isoladamente, em consonância com o princípio da subsidiariedade. Por isso, a aplicação de cada um desses mecanismos deve-se restringir aos seguintes casos:

A concessão comum deve ser obrigatoriamente destinada às atividades que possuem previsão, por si só, de gerar fluxo de caixa incremental suficiente para cobrir o custo do capital investido, de forma a garantir a atratividade mínima da execução do empreendimento à atuação da iniciativa privada.

Já a Parceria Público-Privada, deve ser destinada às atividades de elevado interesse público, que, por si só, não tenham condição de gerar fluxo de caixa incremental suficiente para cobrir o custo do capital investido, devendo o governo, ingressar como parceiro de forma a garantir a obtenção do fluxo de caixa incremental mínimo à implementação da concessão, seja nos casos de concessão patrocinada, ou nos casos de concessão administrativa.

A concessão patrocinada, por sua vez, deve ser destinada aos projetos que possuem capacidade de cobrar pelo seu uso, e que mesmo assim, são incapazes por si só de atrair à iniciativa privada, cabendo ao governo ingressar como parceiro, de forma a garantir o restante do fluxo de caixa incremental, para assim viabilizar o empreendimento.

Por fim, a concessão administrativa deve ser destinada aos projetos de grande interesse público e que não possuam capacidade de cobrar pelo seu uso e que, por isso, possuam como única alternativa de receita a prestação pecuniária por parte do governo.

Realizada a análise da correta e eficiente aplicação de cada um desses mecanismos institucionais, é conveniente ressaltar mais uma vez a importância do ambiente institucional na adequação desses modelos, podendo o ambiente institucional influenciar diretamente na aplicação isolada deles, mudando o equilíbrio correto do funcionamento da concessão em sentido amplo.

Desta forma conclui-se que, a concessão em sentido lato, da maneira que fora concebida no Brasil, não funciona de forma tão eficiente quanto poderia, apesar de ainda ser atrativa, e que, apesar da recente tentativa de exposição da Parceria Público-Privada como solução para os problemas dos gargalos econômicos, a realidade é que este mecanismo institucional não possui condição de ser aplicado nesta extensão, e mesmo que tivesse, seria um erro sua utilização desta forma.

## REFERÊNCIAS

ARAGÃO, Alexandre. As parcerias público-privadas – PPP's no direito positivo brasileiro. **Revista Eletrônica de Direito Administrativo Econômico**, Salvador, n 2, maio/jul 2005.

BARROS, Cleyton M. **Um breve estudo sobre a experiência internacional recente**. Salvador: Centro de Pós-graduação e Pesquisa Visconde de Cairu, 2005. Disponível em: [http://www.azevedosette.com.br/ppp/download/artigos/breve\\_estudo.doc](http://www.azevedosette.com.br/ppp/download/artigos/breve_estudo.doc). Acesso em: set, 2006.

BORGES, Luiz Ferreira Xavier. A parceria público-privada: riscos e mitigação de riscos em operações estruturadas de infra-estrutura. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 12, n 23, p. 73-118, jun. 2005.

\_\_\_\_\_. **Project finance e o BNDES**. Disponível em: [http://www.mbcursos.com.br/ClubePet/edicao07\\_artigos\\_luizborges.htm](http://www.mbcursos.com.br/ClubePet/edicao07_artigos_luizborges.htm). Acesso em: set, 2007.

\_\_\_\_\_. **Project finance e infra-estrutura**: descrição e críticas. 2002. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/conhecimento/revista/rev905.pdf>. Acesso em: jul, 2007.

BNDES. **Project finance**. Disponível em: [http://www.bndes.gov.br/linhas/project\\_finance.asp](http://www.bndes.gov.br/linhas/project_finance.asp). Acesso em: 20 ago. 2007.

BRASIL. **Lei nº 8.987, 1995**. Dispõe sobre o regime de concessão e permissão da prestação de serviços públicos previsto no art. 175 da Constituição Federal, e dá outras providências. Disponível em: <http://www.aneel.gov.br/cedoc/lei19958987.pdf>. Acesso em: 12 de dez. de 2006.

BRASIL. **Lei nº 9.074, 1995**. Estabelece normas para outorga e prorrogações das concessões e permissões de serviços públicos e dá outras providências. Disponível em: [www.aneel.gov.br/cedoc/blei19959074.pdf](http://www.aneel.gov.br/cedoc/blei19959074.pdf). Acesso em: ago. 2007.

BRASIL. **Lei nº 11.079, 2004**. Institui normas gerais para licitação e contratação de parceria público-privada no âmbito da administração pública. Disponível em: [http://www.cqgp.sp.gov.br/downloads/LEI%2011079\\_30\\_12\\_04.pdf](http://www.cqgp.sp.gov.br/downloads/LEI%2011079_30_12_04.pdf). Acesso em: 01 dez. de 2006.

CEPAL – Comissão de Estudos para a América Latina e Caribe. **Investimento estrangeiro na América Latina e no Caribe**. 2004. Disponível em: [http://www.eclac.org/ddpe/noticias/documentosdetrabalho/3/20933/inversion2004\\_port2.pdf](http://www.eclac.org/ddpe/noticias/documentosdetrabalho/3/20933/inversion2004_port2.pdf). Acesso em: 15 nov. 2007.

CHAGAS, Eduardo B. **Project finance no setor elétrico brasileiro**: Um estudo de caso da usina hidrelétrica de Barra Grande. 2006. 18-72 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Administração, PUC, Rio de Janeiro, 2006.

CNI. **Experiência internacional das parcerias publicas-privadas**: o exemplo inglês. Disponível em: [www.cni.org.br/produtos/infra/src/ppp-experienciainternacional.pdf](http://www.cni.org.br/produtos/infra/src/ppp-experienciainternacional.pdf). Acesso em: 18 nov, 2007.

ENEI, Jose Virgílio Lopes. **Project finance**: financiamento com foco em empreendimentos: (parcerias público-privadas, leveraged buy-outs e outras figuras afins). São Paulo: Saraiva, 2007.

ESTACHE, Antonio. **PPI partnerships vs. PPI divorces in LDCs**. World Bank and ECARES. October 2004. Disponível em: [http://esnie.u-paris10.fr/pdf/ws\\_2004/estache.pdf](http://esnie.u-paris10.fr/pdf/ws_2004/estache.pdf). Acesso em: 09 ago. 2007.

CAETANO, José Roberto; STEFANO, Fabiane; PIMENTA, Angela . Choque de capitalismo: O grande vitorioso do leilão de concessão de estradas foi o Brasil, que começou a enterrar preconceitos contra a privatização e abriu caminho para sanar os gargalos da infra-estrutura. Disponível em: <http://portalexame.abril.uol.com.br/revista/exame/edicoes/0904/economia/m0140900.html>. Acesso em: 19 out. 2007.

FERES, Marcelo Andrade. **As sociedades de propósito específico (SPE) no âmbito das parcerias público privadas (PPP)**. 2005. Disponível em: <http://jus2.uol.com.br/doutrina/texto.asp?id=6804>. Acesso em: 15, out, 2007.

FINNERTY, John D. **Project finance**: engenharia financeira baseada em ativos. Tradução port. De Bazán Tecnologia e Linguística, sob supervisão de Eduardo Fortuna. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO. **Parcerias público-privadas**. Disponível em: <http://www.planejamento.gov.br/ppp/conteudo/Institucional/institucional.htm>. Acesso em: 15 set. 2007.

PIETRO, Maria Sylvia Zanella Di. **Direito administrativo**. 13 ed. São Paul: Atlas, 2001.

\_\_\_\_\_. **Parcerias na administração pública**: concessão, permissão, franquia, terceirização e outras formas. 4 ed. São Paulo, 2002.

\_\_\_\_\_. O direito administrativo brasileiro sob influência dos sistemas de base romanística e da common law. **Revista Eletrônica de Direito Administrativo Econômico**. Salvador, n 8, nov – nov/dez. 2006/jan. 2007.

\_\_\_\_\_. 500 anos de direito administrativo brasileiro. **Revista Eletrônica de Direito Administrativo Econômico**. Salvador, n 5 – jan/mar. 2006.

SANTIAGO, Marcelo Pereira. **Project finance**. análise comparativa de financiamento de projetos. 2002. 165 f. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) -Faculdade de Engenharia, UFMG, Belo Horizonte, 2002.

SILVA, Mario Cesar da. **Parcerias público-privadas**: as realidades de um sonho. Disponível em: <http://jus2.uol.com.br/doutrina/texto.asp?id=6087>. Acesso em: 15, out, 2007.

TOGNOLA, Fábio Maluf. **Fundo garantidor**. Disponível em: <http://www.lopespinto.com.br/adv/publier4.0/texto.asp?id=292>. Acesso em: 05 nov. 2007.