

FINANCIAMENTO DE PARCERIAS PÚBLICO-PRIVADAS NO SETOR DE INFRAESTRUTURA: DESAFIOS E OPORTUNIDADES PARA A ATRAÇÃO DE CAPITAL ESTRANGEIRO

Edison Benedito da Silva Filho¹

1 INTRODUÇÃO

Um dos temas recorrentes em discussão nos fóruns recentes do G20 tem sido a busca por fontes de financiamento para viabilizar os projetos de infraestrutura necessários aos países emergentes para as próximas décadas (Callaghan *et al.*, 2012; G20, 2013, p. 10-11; Brereton-Fukui, 2013). Os requerimentos financeiros para manutenção e expansão da infraestrutura econômica e urbana dessas economias são desafiantes. O Banco Mundial estima que, apenas para manutenção da infraestrutura nos países em desenvolvimento, seriam necessários gastos anuais de mais de US\$ 850 bilhões (World Bank, 2012a). E, para os países que necessitam expandir rapidamente sua infraestrutura de serviços públicos, os montantes são ainda maiores: a economia brasileira sozinha já tem uma carteira de projetos no setor de infraestrutura da ordem de mais de R\$ 1 trilhão a serem iniciados até o final da década (Sobratema, 2014).

A incerteza quanto à trajetória da política macroeconômica nas economias centrais, num contexto de limitação da capacidade das instituições financeiras multilaterais em fornecer linhas de crédito de longo prazo, enseja a necessidade dos países emergentes buscarem novos instrumentos para financiar a modernização de sua infraestrutura econômica e urbana. No caso específico do Brasil, considerando o atual cenário de deterioração das contas públicas e esgotamento das fontes oficiais de financiamento, soluções como as parcerias público-privadas (PPPs) assumem renovada importância no debate sobre como o Estado pode ampliar a capacidade e a qualidade de serviços públicos sem impor custos excessivos à sociedade (Silva Filho, 2014).

Este texto busca analisar os principais desafios e oportunidades à atração de capital estrangeiro como instrumento catalizador do incremento dos projetos de PPP no setor de infraestrutura, a partir da experiência recente brasileira e de outras economias emergentes. O texto se divide em seis seções, além desta introdução. Na segunda seção, é apresentado o modelo teórico básico e a *rationale* da estrutura de financiamento de projetos de PPP. A terceira seção destaca o papel desempenhado pelos riscos de financiamento para o sucesso desses projetos e os limites atuais da expansão do crédito público para sua viabilização. A quarta seção descreve a evolução do marco regulatório do mercado de

1. Técnico de Planejamento e Pesquisa da Diretoria de Estudos, Relações Econômicas e Políticas Internacionais (Dinte) do Ipea. O autor agradece os comentários e sugestões dos colegas Fabiano Pompermayer, João Maria de Oliveira, Lucas Mation e Bernardo Furtado, bem como dos editores e pareceristas que revisaram este trabalho, isentando-os de quaisquer erros e omissões porventura remanescentes.

capitais no Brasil e as iniciativas do governo brasileiro para atração de investimento privado no setor de infraestrutura. Na quinta seção, são discutidas algumas experiências internacionais de gerenciamento do risco cambial em projetos de PPP visando ampliar sua atratividade ao capital estrangeiro. A sexta seção apresenta uma proposta de financiamento de concessão com a introdução de mecanismo de proteção contra o risco cambial, a partir do estudo de caso de uma concessão rodoviária realizada recentemente pelo estado de São Paulo. Este trabalho conclui enfatizando a necessidade e a viabilidade de novas soluções para fomentar a atração de investimento internacional para os projetos de infraestrutura do país, com consequente economia de recursos para o Estado brasileiro.

2 ESTRUTURA DE FINANCIAMENTO DE PROJETOS EM INFRAESTRUTURA POR MEIO DAS PPP

Ao realizar investimentos para expansão ou modernização da infraestrutura, o agente público pode optar por assumir sozinho o financiamento do projeto (por meio de ativos em caixa ou da emissão de títulos de dívida pública) ou recorrer a parceiros privados na captação desses recursos. A principal vantagem da última opção é a economia de recursos fiscais, que podem então ser destinados a outras políticas públicas prioritárias (Borges e Neves, 2005; Bovis, 2013, p. 13). Contudo, outras vantagens também podem derivar da participação do setor privado no financiamento de projetos de longa maturação, uma vez que o compartilhamento de riscos com o setor público enseja maior preocupação com a transparência e a eficiência no uso desses recursos no tempo.

Mais especificamente, ao optar pelo modelo de financiamento mais adequado a um projeto de infraestrutura, o governo deve observar não apenas os custos totais dessa iniciativa, mas também os custos de oportunidade e de agência (que incluem o monitoramento e a gestão dos ativos públicos), além dos potenciais riscos envolvidos nas etapas de planejamento, financiamento, construção e operação. Uma vez que tais projetos envolvem prazos longos de execução, arranjos complexos de financiamento, suprimento e operação e elevado comprometimento de recursos em ativos específicos,² em muitos casos, a opção aparentemente mais barata pode se revelar mais custosa em razão de riscos imprevistos ou subestimados no momento inicial (Klijn e Teisman, 2000; Chan *et al.*, 2009).

A parceria público-privada (PPP) consiste numa solução híbrida para a construção, gestão e/ou operação de ativos públicos de infraestrutura, situando-se entre a responsabilidade exclusiva do governo e sua transferência integral ao setor privado (privatização) (Borges e Neves, 2005). Seu objetivo é alcançar a eficiência de mercado no provimento do bem público, preservando os requisitos do interesse coletivo. Para tanto, estabelece-se uma relação de longo prazo entre as partes,

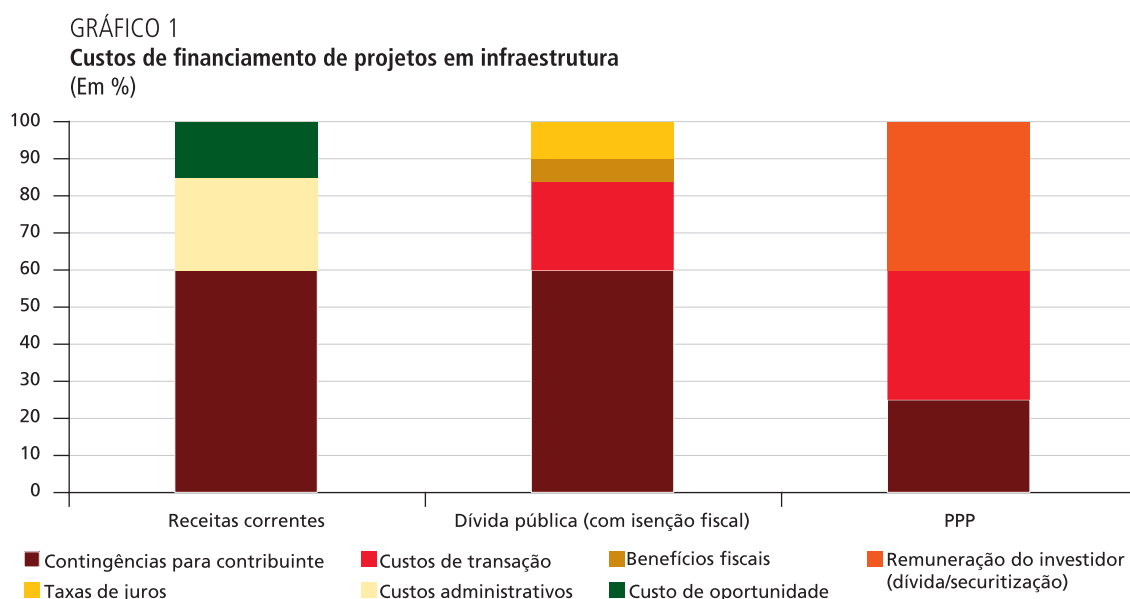
2. Ativos específicos são assim denominados em razão das dificuldades de sua reprodução de forma massificada no mercado e de reutilização em outros fins que não os originalmente planejados. Essas dificuldades se manifestam como custos de transação significativos, que justificam a emergência de contratos de longo prazo entre comprador e fornecedor que embutem garantias e contrapartidas visando dirimir os riscos inerentes à descontinuidade de seu provimento. Nesse sentido, os ativos específicos devem ser transacionados num modelo similar ao de um monopólio bilateral, no qual as partes buscam se precaver contra o oportunismo gerado pela especificidade do ativo, que pode derivar de recurso estratégico, vantagem locacional ou temporal, tecnologia, conhecimento etc. (Williamson, 1979).

Pondé (1994, p. 26) enumera os seguintes fatores como determinantes para a emergência da especificidade de ativos numa transação: i) a aquisição de equipamentos dedicados à produção de bens ou serviços que atendem a requisitos particulares estabelecidos pelo comprador; ii) a expansão da capacidade produtiva com propósito específico de suprir a uma demanda localizada ou definida no tempo, implicando sua ociosidade no caso de rompimento do contrato; iii) a necessidade de haver suficiente proximidade geográfica entre fornecedores e demandantes, combinada com custos significativos para a transferência de unidades produtivas no caso de substituição de alguma das partes do contrato; e iv) a emergência de ganhos de aprendizado ou de incorporação de novas técnicas durante a transação, que incentivam as partes a estabelecer contratos de longo prazo para proteger essas vantagens ao invés de recorrerem ao mercado continuamente para o provimento daquele ativo.

que é particularmente relevante para o sucesso de projetos mais complexos, com múltiplos objetivos a serem alcançados em termos de economicidade e qualidade do serviço prestado à sociedade.

A escolha entre as diversas modalidades de PPP deve se dar de acordo com os objetivos especificados pela sociedade em termos de tecnologia de produção, eficiência econômica, impacto socioambiental e acesso ao serviço por parte do público-alvo almejado. O contrato deve ser desenhado de modo a extrair o máximo benefício da parceria com o setor privado a partir das prioridades estabelecidas pelo agente governamental, resguardados os requisitos à viabilidade econômica do projeto (Bovis, 2013, p. 13). Nesse sentido, a estrutura de financiamento desempenha um papel fundamental para o sucesso da PPP, posto que a transparência na alocação de riscos e a proteção dos investidores permite ao setor público reduzir seu comprometimento financeiro nesta etapa, concentrando então seus esforços no monitoramento posterior da provisão dos serviços à sociedade.

O gráfico 1 ilustra a distribuição dos componentes do custo de financiamento dos projetos de acordo com a modalidade escolhida para seu financiamento, com base na experiência internacional.



Fonte: Chan *et al.* (2009, p. 213).

Infere-se do gráfico 1 que o modelo de financiamento com participação do setor privado (PPP) em geral apresenta uma porcentagem menor de custos relacionados a contingências para o contribuinte, comparativamente ao uso exclusivo de recursos fiscais. A magnitude dessa redução dependerá da capacidade do agente público em repassar parte dos riscos de execução do projeto ao setor privado. Ainda, o financiamento via PPP possui a vantagem de não comprometer imediatamente o caixa do governo (representado no gráfico como custo de oportunidade), além de não envolver custos diretos para a dívida pública na forma de juros e eventuais subsídios aplicados ao projeto.

Por óbvio, a participação da remuneração dos investidores representa a maior parte do custo de financiamento com recursos privados, mas os custos de transação também são significativos e podem mesmo comprometer a viabilidade dessa alternativa de financiamento. Os custos de transação podem ser minimizados por meio de um desenho contratual adequado e do fortalecimento das instituições que regulam os contratos de PPP, reduzindo incertezas oriundas da ingerência política e de lacunas no planejamento governamental. Já os custos referentes à remuneração dos investidores podem ser reduzidos por meio do aperfeiçoamento dos mecanismos para a securitização dos ativos públicos envolvidos, de modo a permitir a individualização dos riscos e das responsabilidades entre os agentes e sua correta precificação (Chan *et al.*, 2009, p. 214).

Finalmente, a escolha pela PPP deve atender em primeiro lugar ao critério da capacidade mútua de governança e gestão entre o agente governamental e seu parceiro privado. Embora fundamentais, a transparência na especificação de riscos e responsabilidades nos contratos e o funcionamento adequado das instituições regulatórias não asseguram *per se* a execução satisfatória do projeto nem o provimento adequado do serviço à sociedade (Klijn e Teisman, 2000; Klijn, 2010). Em especial, é preciso haver indicadores consistentes para a avaliação do progresso da iniciativa público-privada e sua gestão posterior, que englobem não apenas mecanismos eficazes de monitoramento e responsabilização dos agentes envolvidos, mas também a participação da sociedade nos processos decisórios que conformarão a operacionalidade do projeto.

Na próxima seção, analisaremos em maior detalhe como a estrutura de financiamento afeta o desempenho da PPP e como o agente público pode assegurar uma maior economia de recursos fiscais por meio do compartilhamento parcial dos riscos financeiros com o setor privado.

3 MAPEAMENTO E ALOCAÇÃO DE RISCOS NAS PPP: A QUESTÃO DO FINANCIAMENTO

A definição quanto à melhor estratégia de suprimento de um bem público – seja pela ação direta do Estado, da sua transferência ao setor privado ou de uma solução híbrida, a exemplo da PPP – deve considerar, primeiramente, a natureza e a dimensão dos custos de financiamento do projeto. Para além dos custos diretos na forma de recursos humanos e materiais, os custos de financiamento de um projeto de infraestrutura envolvem ainda os seguintes fatores: *i*) remuneração dos investidores; *ii*) contingências para o contribuinte (que abarcam os riscos de planejamento e construção do projeto); *iii*) custos de transação (atividades de monitoramento e gerenciamento, seguros e custos financeiros); e *iv*) outros gastos imprevistos durante a execução da obra (Chan *et al.*, 2009, p. 212).

Embora o custo relativo ao esforço posterior de arrecadação da receita gerada pelo projeto não seja contabilizado quando do seu financiamento, ele também é relevante do ponto de vista da sua viabilidade econômica (Chan *et al.*, 2009, p. 212). Em particular, incertezas na definição da remuneração do provedor do serviço e dificuldades para realizar a arrecadação podem reduzir sensivelmente o interesse do setor privado na gestão do ativo.³ É preciso, pois,

3. Esse fator tem sido apontado como uma das causas da dificuldade do governo brasileiro em atrair potenciais investidores privados nas concessões de rodovias promovidas recentemente no país. Por exemplo, o agente público optou no contrato por delegar ao setor privado a responsabilidade pelo gerenciamento de riscos relativos à segurança pública nas praças de pedágio (como os prejuízos causados por manifestações populares, a exemplo das que eclodiram em todo o país em 2013), bem como outros relacionados a danos a terceiros e ao meio ambiente, que podem ser causados inclusive por imprecisões no projeto original das estradas. Riscos como esses são mais bem gerenciados pelo setor público, uma vez que são de difícil precificação, tornando problemática e mais custosa a adoção de contingências como uma espécie de “seguro” por parte do setor privado, com reflexos negativos posteriores sobre os preços ou a qualidade do serviço prestado à sociedade. Ver Ribeiro e Prado (2007).

estabelecer no arranjo contratual critérios equilibrados para a divisão dos riscos assumidos por cada parte, evitando diminuir a atratividade para o setor privado ou onerar o projeto em excesso (Klijn e Teisman, 2000, p. 86-88; Ghobadian *et al.*, 2004; Hodge, 2010).

Desse modo, a escolha entre a execução de um projeto de infraestrutura exclusivamente com recursos públicos e a participação do setor privado como financiador parcial ou total não diz respeito apenas à conveniência de economizar recursos fiscais. É preciso computar os riscos incorridos em cada etapa do projeto e ponderá-los pelo custo de oportunidade do Estado em assumir a responsabilidade por sua execução, de modo a explicitar a efetiva vantagem na parceria com o setor privado.⁴

Finnerty (1998, p. 38-49) apresenta o seguinte modelo (quadro 1) para a segregação de riscos em contratos de *project finance*, que permite visualizar mais claramente como governo e setor privado podem atuar em cada etapa do projeto para mitigar os riscos correspondentes.

QUADRO 1

Discriminação e internalização dos riscos em projetos de concessão patrocinada na modalidade *project finance*

Risco geral	Risco específico	Descrição	Agente responsável pela internalização/mitigação do risco e ação necessária
Risco de construção (<i>completion</i>)	Risco de execução	Atrasos e custos adicionais decorrentes de carência ou deficiência de mão de obra, materiais e equipamentos especiais; gastos excederem o orçamento pré-estipulado (<i>overrun</i>); custos decorrentes de descumprimento do cronograma físico; eventos de força maior (catástrofes naturais, greves, manifestações populares etc.) que prejudiquem a construção do projeto.	Governo: elaboração ou contratação de projetos adequados, monitoramento e fiscalização das obras. Parceiro privado: certificação e gerenciamento eficiente de entes subcontratados, contratação de seguros para eventos de força maior.
	Risco territorial e ambiental	Atrasos na obtenção de licenças para construção, desapropriações e multas por descumprimento de normas ambientais durante a execução das obras.	Governo: eficiência na análise de projetos, transparência do marco regulatório ambiental, redução da burocracia, agilidade da justiça.
	Risco pré-operacional	Agrega todos os riscos operacionais (demanda, monetário/financeiro, político e legal) na fase inicial de exploração do bem público, quando o fluxo de receitas ainda não alcançou o patamar de longo prazo e o equilíbrio financeiro do projeto é mais sensível a choques negativos.	Governo: acompanhamento tempestivo do desempenho do contratante na fase pré-operacional e estabelecimento de metas e compensações.

(Continua)

4. Nesse sentido, usualmente são empregadas técnicas de contabilização baseadas no sistema *Value for Money* (VfM). Esta metodologia pondera os benefícios econômicos e sociais (tanto tangíveis quanto intangíveis) oriundos do provimento de bens ou serviços pelo setor privado, pelos custos (tangíveis e intangíveis) do seu provimento pelo Estado, quer seja por meios diretos quer seja por contratação de terceiros, de modo a atestar qual opção é mais vantajosa à sociedade (H. M. Treasury, 2006; Klijn, 2010; Gatti, 2012). O VfM pode ser definido como um dos seguintes resultados esperados da parceria com o setor privado: *i*) entrega da infraestrutura ou serviços contratados a um custo reduzido; *ii*) maior garantia de retorno econômico ao Estado devido a uma menor exposição ao risco; e *iii*) aumento dos benefícios ao usuário final por meio do foco da gestão na entrega do serviço público, ao invés do processo de licitação (Commonwealth of Australia, 2006, p. 3). Contudo, é preciso atentar para as limitações desses modelos como ferramentas exclusivas de avaliação dos resultados das PPP (Hodge, 2010).

(Continuação)

Risco geral	Risco específico	Descrição	Agente responsável pela internalização/ mitigação do risco e ação necessária
Risco operacional	Risco tecnológico	Opção por determinado padrão técnico pode implicar perda de produtividade ou maior exposição a outros riscos operacionais; obsolescência e gastos irre recuperáveis (<i>sunk costs</i>).	Governo: identificação dos custos e benefícios da tecnologia selecionada <i>a priori</i> . Parceiro privado: especificação clara de metas a serem alcançadas caso haja liberdade de escolha por tecnologias concorrentes.
	Risco de demanda (mercado)	Inadequação de tarifas e não atingimento dos patamares mínimos de consumo do bem público necessários para assegurar sua viabilidade econômica.	Compartilhado: governo geralmente garante receita mínima (<i>take or pay</i>); preços podem ser fixos ou indexados; no caso de desvio maior de receita, o governo pode exigir do parceiro privado direcionamento do fluxo excedente de caixa para pagamento de obrigações futuras.
	Risco político e de força maior	Instabilidade política; pressão popular; descumprimento de contratos por parte do governo; ocorrência de eventos naturais extremos (catástrofes etc.) que afetem a operação do projeto.	Governo: aperfeiçoamento de instituições democráticas, independência do Poder Judiciário. Parceiro privado: contratação de seguros e resseguros.
	Risco legal (regulatório)	Imprecisão de normas, lentidão da justiça, falta de transparência na atuação dos órgãos regulatórios.	Governo: aperfeiçoamento do marco legal.
Risco de financiamento	Risco monetário e financeiro (câmbio, juros, inflação)	Volatilidade dos fluxos de receitas e despesas do projeto em razão da flutuação dos preços macroeconômicos.	Parceiro privado: <i>hedge</i> junto a bancos e cláusulas de reequilíbrio de contratos, empréstimos sindicalizados.

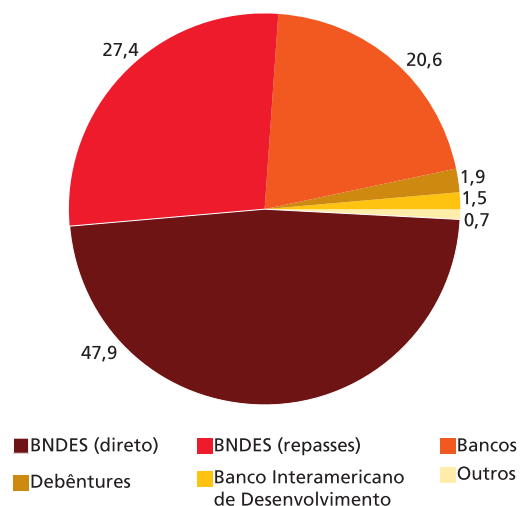
Fonte: Finnerty (1998, p. 38-49).
Elaboração do autor.

Conforme observado no quadro 1, no que tange ao risco de financiamento, a questão essencial consiste em como proteger o fluxo de receitas do projeto dos efeitos das alterações nas variáveis macroeconômicas. No modelo de *project finance* aplicado à PPP, a incumbência pela mensuração e mitigação desses riscos usualmente é atribuída ao parceiro privado. Contudo, o governo ainda desempenha um papel relevante, uma vez que cabe ao marco regulatório assegurar que as contingências expressas nos contratos firmados pelo agente privado junto aos seus financiadores (sejam bancos, acionistas ou detentores de títulos) sejam cumpridas com efetividade e tempestividade quando alterações de preços macroeconômicos excedam os parâmetros estabelecidos nesses contratos.

No Brasil, embora o modelo de PPP preveja a alocação do risco de financiamento ao parceiro privado, na prática o governo concentra esse risco uma vez que bancos públicos (com destaque para o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES) são as principais fontes de recursos para os projetos, frequentemente respondendo por mais de 70% do seu custo total (BB, 2003). O gráfico 2 ilustra a importância do BNDES para o *funding* de projetos de PPP no país: em 2012, a participação do banco no volume financiado desses projetos alcançou 75,7% entre empréstimos diretos e repasses.

GRÁFICO 2

Participação relativa das fontes de financiamentos dos projetos de PPP – Brasil (2012)
(Em %)



Fonte: Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima) e Oliveira Filho (2013).

O baixo grau de desenvolvimento do mercado doméstico de capitais e a ausência de fontes de financiamento de longo prazo no sistema bancário privado, aliados às incertezas quanto à estabilidade e ao funcionamento adequado do marco regulatório, ensejam a continuidade da dependência do crédito público subsidiado para viabilização de projetos de infraestrutura mesmo no caso das PPP. Essa dependência diz respeito não apenas à necessidade do agente privado obter uma fonte estável e menos custosa de financiamento, mas principalmente à conveniência de compartilhar esse risco com o governo. Mais especificamente, a participação do BNDES serve como uma espécie de *hedge* contra revisões contratuais e atrasos nos repasses do agente público, uma vez que este também seria prejudicado em caso de inadimplência do parceiro privado junto àquele banco oficial.

Reconhecendo as limitações do atual modelo de financiamento de obras de infraestrutura e sua excessiva dependência do BNDES, o governo brasileiro buscou ao longo da última década fomentar o desenvolvimento de novas fontes de crédito de longo prazo via mercado de capitais. A próxima seção analisa as mudanças do marco regulatório do mercado de títulos privados do país no período recente, apontando os avanços realizados e alguns dos principais obstáculos remanescentes àquele objetivo, a exemplo do gerenciamento do risco cambial nos projetos de PPP.

4 EVOLUÇÃO RECENTE DO MARCO REGULATÓRIO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO E SUAS PERSPECTIVAS PARA O FINANCIAMENTO DE PROJETOS DE INFRAESTRUTURA

Embora seja o mais importante da América Latina, o mercado de capitais do Brasil ainda se concentra em contratos de curto prazo, uma herança do passado inflacionário do país. A maior parte dos títulos está indexada na taxa de juros de curto prazo (Selic) e o setor público responde por uma parcela excessiva da demanda, tornando o custo de captação para empresas frequentemente proibitivo. Além disso, a persistência de taxas de juro de curto prazo – historicamente mais elevadas que as de longo e de um elevado grau de indexação dos títulos – desestimula o desenvolvimento do mercado secundário, restringindo a liquidez necessária para o aprofundamento do mercado de capitais (Park, 2012).

A partir do início da década de 2000, o governo brasileiro implementou uma extensa agenda de reformas para dinamizar o mercado de capitais do país, incluindo novos subsídios e isenções fiscais para investimento nos setores de agricultura e infraestrutura⁵ e a constituição de fundos garantidores de liquidez no mercado secundário (Park, 2012, p. 14-15). Por meio dessas iniciativas, buscou-se estimular os investidores institucionais (fundos de pensão e seguradoras) a reduzir sua exposição à Selic e ampliar as aplicações em renda fixa, de modo a assegurar às empresas locais novos canais de financiamento de médio e longo prazo a custos reduzidos, reduzindo sua dependência dos bancos públicos.

O quadro 2 apresenta as principais medidas regulatórias adotadas ao longo da última década pelo governo brasileiro para fomentar o desenvolvimento do mercado doméstico de capitais, bem como alguns dos impactos já observados.

QUADRO 2

Principais mudanças introduzidas na regulação do mercado brasileiro de capitais a partir da década de 2000

Regulação	Componentes
Criação dos fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC) (Resolução CMN nº 2.907 de 29 nov. de 2001, Instrução da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) nº 356, 17 dez. de 2001).	Composição mínima de 50% do patrimônio do fundo deve ser aplicada em recebíveis. Avaliação de risco por agência de classificação independente. Proteção contra inadimplência do cedente. Exigência de registro de operações em mercado de balcão para fundos fechados.
Criação dos fundos de investimento em participações (FIP) (Instrução CVM nº 391, de 16 jul. de 2003).	Regulamentação de fundos fechados voltados à aquisição de participação relevante no capital de outras empresas. Exigências de auditoria independente e registro de operações junto à CVM.
Consolidação de normas para ofertas públicas de valores mobiliários (Instrução CVM nº 400, de 29 dez. de 2003).	Dispensa de requisitos para registros de emissões. Regulamentação das atribuições e responsabilidades das instituições intermediadoras da emissão. Exigência de informações da companhia emissora para fins de colocação de papéis, registro e resultado posterior da operação.
Criação dos certificados de potencial adicional de construção (Cepac) (Instrução CVM nº 401, de 29 dez. de 2003).	Antecipação de créditos municipais futuros gerados pela expansão da área construída em imóveis para além dos limites estabelecidos pelo Plano Diretor da cidade.

(Continua)

5. Notadamente, os títulos do Fundo de Investimento em Participações (FIP), nas modalidades de infraestrutura e agronegócio. Ver Brasil (2003a; 2003b).

Financiamento de Parcerias Público-Privadas no Setor de Infraestrutura: desafios e oportunidades para a atração de capital estrangeiro

(Continuação)

Regulação	Componentes
Simplificação do processo de emissão de debêntures (Instrução CVM nº 404, de 13 fev. de 2004).	Regulamentação dos procedimentos simplificados para emissão de debêntures “padronizadas”, destinadas à negociação no novo mercado da bolsa de valores ou mercados organizados de balcão.
Desburocratização e harmonização das regras de funcionamento dos fundos de investimento (Instrução CVM nº 409, de 18 ago. de 2004).	Registro automático de novos fundos de investimento. Exigência de publicação de informações sobre critérios de risco e desempenho, bem como da composição da carteira com atualização mensal.
Criação de “conta-investimento” isenta de Contribuição Provisória sobre Movimentações Financeiras (CPMF) e redução de encargos tributários para fundos de investimento (Lei nº 10.892, de 13 jul. de 2004; Lei nº 11.033, de 21 dez. de 2004).	Regime tributário diferenciado para reduzir custos de transação financeira e ampliar a competição no mercado bancário. Incentivos fiscais para aplicações de prazo alongado.
Regulamentação dos contratos de parcerias público-privadas (PPP) (Lei nº 11.079, de 30 dez. de 2004).	Estabelece parâmetros para contratação e execução de PPP por parte da União, dos estados e municípios. Cria o Fundo Garantidor de Parcerias Público-Privadas (FGP).
Simplificação de registro de investidores não residentes (Instrução CVM nº 419, de 2 maio de 2005).	Dispensa de requisitos para investidores não residentes no Brasil que sejam clientes de instituições intermediárias registradas na CVM.
Administração da carteira de valores mobiliários do Fundo Garantidor de Parcerias Público-Privadas (FGP) (Instrução CVM nº 426, de 28 dez. de 2005).	Estabelece procedimentos e responsabilidades do agente administrador dos recursos do FGP.
Regulamentação dos fundos de investimento em participações em infraestrutura (FIP-IE) (Instrução CVM nº 460, de 10 out. de 2007).	Estabelece critérios para constituição e operação de fundos de investimento destinados a adquirir títulos ou participações em ativos do setor de infraestrutura no Brasil. Exigência de aplicação mínima de 90% do patrimônio do fundo em ativos do setor. Exigência de desconcentração de cotas, limitando a participação de cada investidor do fundo a 20% de seu patrimônio e rendimentos.
Autorregulação do mercado de capitais e procedimento simplificado para registro de ofertas públicas de títulos (Instrução CVM nº 471, de 8 ago. de 2008) e celebração de convênio CVM-Anbima (20 ago. 2008).	Especificação de ações para facilitação da oferta pública de títulos de companhias abertas, fundos de investimento e companhias estrangeiras por meio de brazilian depositary receipts (BDRs). Redução de custos de transação por meio da autorregulação do mercado de capitais, por atribuição à Anbima de competências de fiscalização antes exclusivas da CVM. Especificação de normas de conduta e penalidades para agentes privados responsáveis pela colocação de títulos no mercado.
Regulamentação de emissão de notas em ofertas de esforços restritos (Instrução CVM nº 476, de 16 jan. de 2009).	Facilita o registro de operações de esforço estrito envolvendo debêntures, Certificado de Depósito Bancário (CDB), <i>commercial papers</i> , cotas de fundos fechados, Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI) e Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA). Fixa limites máximos de procura por cinquenta investidores qualificados e de aquisição de papéis por vinte destes agentes.
Normas de registro para emissores de valores mobiliários (Instrução CVM nº 480, de 7 dez. de 2009).	Facilita os procedimentos de registro de companhias para emissão de títulos no mercado de capitais.
Normas de participação e organização de assembleias de acionistas (Instrução CVM nº 481, de 17 dez. de 2009).	Facilita os procedimentos para registro de procurações, organização de assembleias e pedidos de informações em sociedades abertas.
Governança no procedimento simplificado de emissão de valores mobiliários (Instrução CVM nº 482, de 5 abr. de 2010).	Retifica pontos obscuros ou controversos das Instruções CVM nºs 400 e 476 para fins de autor-regulação no processo simplificado de colocação de títulos no mercado de capitais. Exigência de publicação de informações detalhadas por parte das companhias sobre as emissões registradas, por meio de prospectos e suplementos.
Harmonização de demonstrativos financeiros com padrão internacional (Instrução CVM nº 485, de 1º nov. de 2010).	Estabelece procedimentos para atualização das regras de contabilização e publicação de demonstrativos financeiros de companhias abertas, com base no novo padrão contábil do International Accounting Standards Board (Iasb).

(Continua)

(Continuação)

Regulação	Componentes
Uso de derivativos pelos FIP (Instrução CVM nº 496, de 11 maio de 2011).	Altera a legislação dos FIPs permitindo aplicações em derivativos para fins de proteção patrimonial, inclusive com previsão nas regras de composição da carteira.
Inclusão de quotas de fundos de investimento em empresas emergentes (Fiee) e FIP em emissões de esforços restritos (Instrução CVM nº 498, de 13 jun. 2011).	Altera instrução CVM nº 476 para incluir as quotas de Fiee e FIP entre as modalidades de valores mobiliários que podem ser ofertados publicamente por meio de esforços restritos.
Criação das debêntures de infraestrutura (Lei nº 12.431, de 24 jun. de 2011 – conversão da MP nº 517, de 2010).	Isenta de cobrança de imposto de renda (IR) de pessoas físicas brasileiras e de investidores estrangeiros que adquirirem debêntures para financiamento de projetos de infraestrutura considerados prioritários pelo governo federal.
Alteração da legislação dos FIP com inclusão do Fundo de Investimento em Participação na Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (FIP-PD&I) (Lei nº 12.431, de 24 jun. de 2011 e Instrução CVM nº 501, de 15 jul. de 2011).	Altera as Instruções CVM nºs 406 e 460, atualizando a legislação aplicável aos FIP-IE. Normatiza os FIP-PD&I e estende a esses fundos a prerrogativa de emissão de quotas de classes diferenciadas e de contratar empréstimos com organismos e agências de fomento ou bancos de desenvolvimento, limitados a 30% do seu patrimônio.
Regulamentação das práticas de agências de classificação de risco (Instrução CVM nº 521, de 25 abr. de 2012).	Estabelece critérios para atuação de agências de classificação de risco de crédito no mercado de capitais.
Regulamentação da entidade garantidora dos fundos destinados à infraestrutura (Lei nº 12.712, de 30 ago. de 2012 – conversão da MP nº 564 de 2012).	Estabelece os parâmetros de atuação da Agência Brasileira Gestora de Fundos Garantidores e de Garantias (ABGF), entidade responsável por garantir a solvência de fundos de <i>securities</i> destinados ao financiamento de projetos de infraestrutura. Fixa os montantes de recursos da União nos fundos destinados aos fundos de infraestrutura.
Benefícios fiscais a emissões primárias (Medida Provisória nº 651, de 9 jul. de 2014).	Concede isenção fiscal aos adquirentes de ações emitidas em ofertas primárias, além de benefícios às firmas para realizarem emissões primárias.

Fonte: Brasil (2001; 2003a; 2003b; 2004a; 2004b; 2004c; 2004d; 2005a; 2005b; 2007; 2008a; 2008b; 2009a; 2009b; 2010a; 2010b; 2011; 2012a; 2012b); BCB (2001).

Os resultados obtidos imediatamente após a criação dos novos fundos de investimento em ativos securitizáveis no início dos anos 2000 foram encorajadores, sobretudo para o mercado de títulos lastreados em recebíveis de financiamentos imobiliários e de automóveis (Rocha, 2004). Ao longo dessa década, foi realizado um amplo esforço no sentido de aperfeiçoar o marco regulatório do mercado doméstico de capitais e adequar as práticas contábeis das empresas aos padrões internacionais, visando atrair investidores estrangeiros e ampliar a liquidez dos títulos negociados (quadro 2). O governo brasileiro buscou ainda se beneficiar da expansão desse mercado para estimular o investimento em infraestrutura, primeiro por meio da regulação de fundos para aquisição de ativos nesse setor (ICVM nº 460/2007), e posteriormente pela criação de debêntures de infraestrutura com isenções fiscais (Lei nº 12.431/2011).

Apesar disso, após uma década de vigência do novo marco regulatório, o desenvolvimento do mercado de capitais ainda se mostra incipiente no país. Em termos de magnitude dos valores negociados, o Brasil não conseguiu ainda superar a marca de 0,5% do produto interno bruto (PIB), permanecendo num patamar bastante inferior ao de outros países emergentes (Torres Filho e Macahyba, 2012, p. 11). O mercado de títulos de infraestrutura também permanece incipiente e carente do desenvolvimento de um mercado secundário, enquanto os grandes bancos atuantes no país absorvem a quase totalidade das emissões.

Desde a entrada em vigor da Lei nº 12.431/2011, foram emitidos mais de R\$ 10 bilhões em debêntures incentivadas de infraestrutura, mas esse volume se situa muito aquém das necessidades de investimento do setor, que montam a mais de R\$ 1 trilhão para o período 2014-2019 (Sobratema, 2014). Além disso, embora as emissões tenham alcançado pouco mais de R\$ 5 bilhões em 2013, apenas 25% desse volume foram destinadas a projetos de expansão da infraestrutura, que consistiam no principal objetivo do governo, enquanto os 75% restantes foram emitidos por empresas para financiar operações já existentes (Wajnberg, 2014, p. 345).

Por certo, a crise internacional desencadeada em 2008 prejudicou a expansão do mercado doméstico de capitais, mas os crescentes desequilíbrios macroeconômicos observados no país a partir de 2011 também desempenharam um papel decisivo no afastamento dos investidores estrangeiros e institucionais, além de retirarem espaço das emissões privadas que competiam em condições desfavoráveis com a dívida pública. As reformas do marco regulatório empreendidas nos últimos anos foram insuficientes para devolver dinamismo ao financiamento privado para projetos de infraestrutura. Restou, pois, ao BNDES e aos demais bancos públicos a difícil missão de viabilizar o *funding* para os projetos prioritários enquanto se desenham nos ministérios novas estratégias de financiamento que superem as crescentes limitações de crédito destas instituições.⁶

O esgotamento desse modelo é hoje reconhecido pelo próprio governo federal, que busca retirar gradativamente o BNDES da função exclusiva de emprestador para atuar como facilitador do financiamento privado ao setor de infraestrutura. Ao lançar, em junho de 2015, a nova etapa do Programa de Investimentos em Logística (PIL), o governo anunciou novas regras para o financiamento desses projetos que condicionavam o acesso a um maior volume de crédito subsidiado do BNDES à emissão de debêntures de infraestrutura (tabela 1). Foram oferecidas ainda novas garantias e subsídios ao lançamento desses papéis, além da possibilidade de encarteiramento temporário pela instituição para posterior securitização.⁷

6. É preciso reconhecer que, apesar da evolução recente do marco regulatório para o favorecimento do mercado de capitais brasileiro, este ainda não comporta um volume expressivo e suficientemente diversificado de operações com ativos públicos. As empresas também encontram maiores incentivos a recorrer ao BNDES em busca de crédito, uma vez que este agente financeiro é capaz de concentrar os riscos destas operações a um custo financeiro reduzido, além de fornecer aos tomadores outros benefícios relevantes como carência estendida e empréstimos-ponte antes da estruturação definitiva do financiamento dos projetos. Mas o próprio BNDES encontra limitações para captar recursos no mercado a fim de custear essas operações, tendo sido obrigado a recorrer a frequentes aportes do Tesouro Nacional ao longo dos últimos anos para manter sua política de expansão de crédito. De modo que, na prática, o governo brasileiro continuou a financiar seus projetos de infraestrutura nesse período por meio de emissão de dívida pública, cujos atributos de juros elevados e baixo risco lhe conferem vantagens decisivas na competição com os títulos privados pela captação de recursos dos investidores nacionais e estrangeiros.

7. O BNDES pretende criar ainda em 2015 um Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) de até R\$ 1 bilhão a partir de sua carteira de debêntures de infraestrutura. Posteriormente, as cotas desse fundo serão revendidas a outros investidores no mercado de capitais, com benefício de isenção de imposto de renda. O fundo de recebíveis do BNDES terá até quinze ativos e uma exposição máxima de 10% do seu patrimônio para cada título, restando à própria instituição 20% desse patrimônio na qualidade de cotista subordinado (sem prioridade no recebimento de créditos e responsável por assumir eventuais prejuízos antes dos demais cotistas em caso de inadimplência na carteira). Em março de 2015, o banco anunciou a escolha de Bradesco BBI e BTG Pactual como coordenadores da oferta de cotas do fundo, que deve acontecer nos próximos meses (Pinheiro, 2015; Batista, 2015).

TABELA 1

Novo modelo de financiamento dos projetos de infraestrutura de transportes – distribuição por fontes
(Em %)

Fontes de financiamento	Rodovias			Ferrovias		Portos			Aeroportos		
	Sem debêntures	Com porcentagem mínima de debêntures	Com porcentagem máxima de debêntures	Sem debêntures	Com debêntures	Sem debêntures	Com porcentagem mínima de debêntures	Com porcentagem máxima de debêntures	Sem debêntures	Com porcentagem mínima de debêntures	Com porcentagem máxima de debêntures
BNDES (Taxa de juros de longo prazo – TJLP + 1,5% ao ano + risco de crédito)	35	45	45	70	70	25	35	35	15	30	35
BNDES (outras fontes + 1,5% ao ano + risco de crédito)	35	15	0	20	0	45	25	0	55	25	0
Debêntures de infraestrutura	0	10	25	0	20	0	10	35	0	15	35
Recursos próprios + geração de caixa	30	30	30	10	10	30	30	30	30	30	30

Fonte: Brasil (2015).

Não obstante, essas iniciativas enfrentam uma série de obstáculos,⁸ de modo que o crédito direto do banco ainda desempenhará papel preponderante no financiamento dos projetos de infraestrutura do país ao longo dos próximos anos. A razão disso é a ausência de um marco regulatório que efetivamente viabilize a securitização de receitas futuras e o ingresso de novas fontes de investimento privado, num contexto em que desajustes patrimoniais e limitações de exposição ao risco inibem uma maior participação dos investidores institucionais domésticos (fundos de pensão e seguradoras).

Em virtude das dificuldades na canalização de recursos privados nacionais para o financiamento de projetos de infraestrutura, uma solução necessária passa pela atração de capital estrangeiro para essa finalidade. Mas, não obstante as vantagens fiscais concedidas pelo governo por meio da Lei nº 12.431, a participação dos investidores estrangeiros em projetos de PPP ainda permanece bastante reduzida. Isso se dá não apenas em razão de fragilidades e lacunas do marco regulatório brasileiro, mas também devido à ausência de mecanismos específicos

8. O processo da securitização dos recebíveis do BNDES relativos às concessões de infraestrutura é limitado principalmente por dois entraves: i) esses papéis possuem remuneração e liquidez inferiores àquelas encontradas em outras opções no mercado (que usualmente acompanha a Selic); e ii) o indexador baseado na Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) não é atrativo para os investidores, que buscam hoje indexadores baseados na inflação para mitigar adequadamente seus riscos. Uma das soluções encontradas pelo banco para superar esses entraves consistiu na criação de fundos internos para absorção desses títulos, com vistas a serem posteriormente lançados no mercado em operações estruturadas. Mas, as próprias limitações patrimoniais e de exposição ao risco da instituição impedem que essa estratégia seja expandida ao nível necessário para produzir efeitos significativos no mercado.

Nesse sentido, embora o BNDES tenha expandido consideravelmente sua carteira de debêntures de infraestrutura e títulos securitizados por meio de seu braço de investimentos BNDESPar, a participação deste agente no volume total de ativos do conglomerado ainda não supera a marca de 20%. Em termos de volume financeiro, o BNDESPar encerrou o ano de 2012 com uma carteira de ativos de aproximadamente R\$ 90 bilhões, mas ela está fortemente concentrada em ações (R\$ 76,3 bilhões) (Folego, 2013). Isso dificulta a ampliação de investimentos em outras modalidades de *securities* não apenas devido à necessidade da instituição ser obrigada a aguardar a valorização de seu portfólio para se desfazer destes ativos com lucro, mas principalmente porque, uma vez que ela possui participações relevantes em várias companhias, um volume substancial de vendas poderia afetar negativamente todo o mercado acionário do país (Peres e Romero, 2013). Destarte, a atual capacidade do BNDES de fomentar o mercado de renda fixa do país por meio do BNDESPar também se mostra bastante limitada.

para gerenciamento do risco cambial, agravado pela incerteza gerada por disputas jurídicas após episódios de maxidesvalorizações do real.⁹

Entre as principais deficiências regulatórias que desestimulam a entrada de capital estrangeiro em projetos de PPP, destaca-se a ausência de um veículo exclusivo para a promoção desse investimento, sendo o investidor estrangeiro obrigado a se submeter a regras jurídicas e tributárias bastante distintas – e, em geral, menos eficientes – daquelas encontradas em seu país de origem. Por exemplo, embora os investidores estrangeiros sejam beneficiados pela isenção de imposto de renda sobre debêntures de infraestrutura, ainda permanecem sujeitos ao pagamento do imposto sobre operações financeiras (IOF), cuja alíquota foi alterada por diversas vezes nos últimos quatro anos, visando conter movimentos de forte apreciação ou depreciação do real. Essas mudanças introduziram maior incerteza no mercado de câmbio, com prejuízos à atração de capital de prazo mais dilatado. Ainda, a ausência de um tratamento jurídico diferenciado obriga o investidor estrangeiro a se submeter ao arcabouço legal que regula o mercado de capitais no Brasil, considerado excessivamente lento e burocratizado quando comparado ao de outros países. A tradição jurídica brasileira de ampliar os meios oferecidos às partes para exercer o contraditório e questionar decisões anteriores dos próprios tribunais, ao mesmo tempo em que protege em demasia os devedores, também diminui o poder de instrumentos extrajudiciais para resolução de conflitos, dificultando o acesso dos credores às garantias previstas nos contratos.

Além desses fatores institucionais, as especificidades setoriais também desempenham um papel importante para a atratividade do investimento externo no setor de infraestrutura, mesmo no caso de projetos com comprovada capacidade de geração de receitas próprias para viabilizar seu financiamento. Por exemplo, projetos que exigem o comprometimento de uma parcela importante dos investimentos na aquisição de bens e serviços no exterior, a exemplo das concessões federais no setor elétrico e de projetos estaduais para expansão da rede de gasodutos, encontram maiores facilidades na obtenção de financiamento estrangeiro. Isso se dá em razão de os próprios fornecedores no exterior oferecerem condições privilegiadas para a aquisição de seus produtos, que já possuem uma estrutura de financiamento de longo prazo capaz de ser adaptada ao fluxo de receitas previsto no projeto, além de contarem com suporte de instituições financeiras de atuação global. Essas vantagens não são encontradas em projetos cuja estrutura de custos consiste quase que inteiramente em bens e serviços domésticos.

Ainda do ponto de vista setorial, verifica-se que os riscos oriundos da possibilidade de ingerência do agente público visando forçar a renegociação de contratos ou o abandono de compromissos assumidos anteriormente junto ao parceiro privado se mostram mais acentuados em setores que atendem diretamente ao público, a exemplo de rodovias, distribuidoras de energia e fornecedoras de água e saneamento (Reside Junior, 2009).

9. Exemplos recentes são as disputas envolvendo contratos de *leasing* denominado em moeda estrangeira após o abandono do câmbio fixo em 1999 e as perdas com derivativos que causaram o colapso de grandes exportadoras em 2008. Para uma análise mais detalhada das causas da crise no mercado brasileiro de derivativos em 2008 e algumas de suas principais consequências em termos de mudanças do marco regulatório para o mercado de capitais, ver Silva Filho (2013).

A percepção de um risco político mais elevado nesses segmentos de infraestrutura também pode comprometer a participação dos investidores estrangeiros, ainda que seu interesse se restrinja ao financiamento do projeto, não alcançando, pois, sua gestão posterior.

Finalmente, é preciso considerar que a maior parte do capital estrangeiro de longo prazo para os países emergentes provém de investidores institucionais como fundos de pensão e fundos soberanos, que estão sujeitos a maiores restrições que outros agentes privados na alocação de seu portfólio. Em geral, esses investidores buscam ativos que já tenham comprovada capacidade de geração de caixa, de modo a evitar riscos de construção ao mesmo tempo em que asseguram um fluxo de caixa mais estável para seus investimentos. De modo que, visando atrair esse capital, comumente se faz necessário que os governos concluam seus projetos de infraestrutura antes de repassar sua gestão ao setor privado, ou que pelo menos já tenham avançado significativamente na etapa de construção e na capitalização dos fundos que oferecem garantias para tais projetos.

Discutiremos a seguir como alguns países emergentes buscaram solucionar estes desafios, com vistas a apontar experiências bem-sucedidas a serem observadas e possivelmente incorporadas pelo Brasil.

5 EXPERIÊNCIAS INTERNACIONAIS DE COBERTURA CAMBIAL PARA FINANCIAMENTO DE PROJETOS DE PPP

Na busca pela atração de capital externo para o financiamento de projetos de infraestrutura, sobressaem os riscos oriundos da volatilidade do câmbio, dada a possibilidade de descasamento entre as receitas, denominadas em moeda doméstica, e a remuneração dos investidores, que deve ser realizada em moeda estrangeira. A literatura sobre PPP indica que os riscos de financiamento, entre os quais se inclui o risco cambial, devem ser alocados sob responsabilidade do parceiro privado, uma vez que este tem capacidade de se proteger completamente contra os efeitos dessa volatilidade, seja incorporando-a ao preço do serviço ou repassando-a ao mercado por meio de contratos de derivativos (*hedge*).

Contudo, o baixo grau de desenvolvimento e as assimetrias do mercado financeiro nos países emergentes frequentemente tornam inviável a mitigação completa do risco cambial pelo parceiro privado, ensejando a necessidade de seu compartilhamento com o agente público. No caso específico do Brasil, onde a taxa de câmbio é fortemente influenciada pelas movimentações dos mercados futuros e o diferencial de taxa de juros em relação às economias centrais tem sido historicamente bastante elevado, os mecanismos de proteção contra a volatilidade cambial são custosos e de curto alcance no tempo, tornando seu uso proibitivo em operações de financiamento de maior duração. Conforme salienta Pinto (2006, p. 173):

Uma questão complexa e interessante diz respeito ao risco cambial. Via de regra, esse risco deveria ser absorvido pelo setor privado, tendo em vista seu controle sobre a estrutura de capital do projeto. (...)

Todavia, duas imperfeições do mercado podem alterar essa conclusão. A primeira é a assimetria entre o mercado de capitais brasileiro e o internacional, que faz com que as taxas de juros e prazos de financiamento sejam melhores em moeda estrangeira do que em moeda local. A segunda imperfeição é a inexistência de contratos de *hedge* de câmbio de longo prazo no Brasil, o que faz com que o parceiro privado tenha de enfrentar o risco da variação cambial sem proteção caso decida tomar empréstimos em moeda estrangeira para beneficiar-se das condições de financiamento disponíveis no mercado internacional.

De fato, a evidência recente a partir das emissões de debêntures incentivadas de infraestrutura sugere que o risco cambial tem tido um impacto significativo no sentido de afastar o capital estrangeiro desta modalidade de financiamento. Analisando dados de emissões realizadas em 2013, Wajnberg (2014, p. 355) aponta que apenas 4% do capital levantado teve origem no exterior. Embora os custos de captação no exterior sejam bem mais baixos que no Brasil, os investidores internacionais ainda exigiam um prêmio de risco bastante elevado para aquisição desses papéis, o que, combinado com o risco da variação cambial, tornava tais emissões pouco atrativas às empresas nacionais.

Para alguns projetos em que as companhias buscaram fazer esforços de vendas no exterior (*road shows*), a atração do capital estrangeiro pode ser considerada bem-sucedida, a exemplo da Concessionária Auto Raposo Tavares (Cart), onde alcançou quase 20% do total de papéis emitidos pela empresa (Wajnberg, 2014, p. 355). Contudo, esses esforços foram prejudicados pela rápida deterioração do balanço de pagamentos brasileiro e a perspectiva de reversão da política monetária americana a partir de 2013, que obrigou o governo a estender, em junho desse ano, o benefício de isenção do imposto sobre operações financeiras a todos os papéis de renda fixa do país, diminuindo assim a atratividade das debêntures de infraestrutura frente a outros ativos mais líquidos (Pinheiro, 2013).

Não obstante as dificuldades enfrentadas até aqui para a atração de capital estrangeiro no mercado de debêntures incentivadas, é razoável supor que a existência de garantias explícitas e perenes contra a volatilidade cambial nos projetos de infraestrutura contribuiria para ampliar a demanda por esses papéis, reduzindo igualmente os custos de financiamento das empresas. Para tanto, o compartilhamento do risco cambial entre os parceiros público e privado é uma condição necessária, dadas as imperfeições do mercado doméstico de capitais. Cumpre, pois, analisar exemplos de como outras economias emergentes lograram viabilizar essa condição de modo a potencializar o investimento internacional em seus projetos de infraestrutura sem incorrer em custos e riscos excessivos para o setor público.

O quadro 3 apresenta alguns modelos de compartilhamento do risco cambial empregados por países emergentes para projetos de PPP.

QUADRO 3

Exemplos de gerenciamento de risco cambial em projetos de PPP

País	Forma de alocação do risco cambial
Chile	O governo oferece ao parceiro privado possibilidade de contratar seguro contra volatilidade cambial (<i>hedge</i>), estabelecendo uma taxa de câmbio fixa para o projeto.
Colômbia	Os contratos de PPP embutem mecanismos de <i>hedge</i> atrelados aos custos de insumos importados, que podem ser repassados aos usuários por meio de correção tarifária. O governo oferece garantia explícita contra depreciações cambiais superiores a 10%.
Índia	O governo assume integralmente o risco de financiamento incluindo o cambial, e o custo do seguro é acrescido à remuneração paga pelo parceiro privado pelo uso de sua infraestrutura.
Jordânia	O parceiro privado assume o risco para variações cambiais de até 10% sobre o valor contratado, o risco excedente é assumido pelo governo; contrato segue modelo de “financiamento islâmico”. ¹
México	O governo financia os projetos de PPP no setor de óleo e gás por meio da empresa estatal Petróleos Mexicanos (Pemex), que capta recursos no exterior a custos reduzidos por meio da securitização de exportações de <i>commodities</i> .
Nigéria	Governo divide o financiamento do projeto em tranches denominadas em diferentes moedas, garantindo câmbio fixo em parte do contrato enquanto o parceiro privado contrata <i>hedge</i> para o restante do valor financiado.
Peru	As tarifas de serviços públicos operados por PPP possuem mecanismo automático de correção atrelado ao câmbio, embora em escala inferior à da variação cambial.
Uruguai	O parceiro privado assume o risco para variações cambiais de até 10% sobre o valor contratado, o risco excedente é assumido pelo governo.

Fonte: IMF (2004; 2005); KECG (2014); CEEIC (2015); World Bank (2012b); PPIAF (2013); ADB (2012).

Nota: ¹ O chamado modelo de financiamento islâmico consiste na estrutura de relações financeiras empregada em países nos quais, devido a tradições religiosas, a cobrança de juros sobre empréstimos e a exigência de garantias contra eventos incertos é vedada. Em virtude dessas limitações, esses países desenvolveram um arcabouço institucional peculiar, que, embora formalmente distinto do modelo ocidental, na prática dele se aproxima quando se observa o funcionamento dos complexos arranjos contratuais criados pelas instituições financeiras locais para contornar tais impedimentos. Ver Kammer *et al.* (2015).

O procedimento padrão adotado nesses países é a fixação de uma banda para a variação do câmbio em torno de um nível de referência. Quaisquer oscilações cambiais dentro da banda são de risco exclusivo do concessionário. Caso a moeda doméstica se deprecie além do teto estabelecido nessa banda, o governo se compromete a compensar parte das perdas incorridas pelo concessionário para fazer frente aos pagamentos de dívida em moeda estrangeira. E, no caso de valorização da moeda doméstica para além do limite inferior da banda, o concessionário deve repassar parte de seus ganhos extraordinários ao agente público concedente.

Certamente, o mero compromisso do setor público em compensar, *a posteriori*, as perdas do concessionário por força da desvalorização cambial pode não ser suficiente para assegurar sua proteção. Em casos extremos, como nas crises cambiais asiáticas e latino-americanas no final da década de 1990, houve casos em que os governos foram obrigados a não honrar esses compromissos em razão da escassez de divisas e da necessidade de imposição de rígidos controles de capital, a exemplo de Argentina e Malásia. Vários governos também utilizaram a pressão econômica exercida pela crise internacional para forçar os parceiros privados a renegociar os contratos em condições mais favoráveis, adicionando um componente importante de risco político ao problema do risco cambial (Reside Junior, 2009). Nesse sentido, o modelo adotado pelo Peru (quadro 3), que prevê um mecanismo automático de reajuste cambial na tarifa do serviço público, parece constituir um instrumento mais efetivo de proteção ao parceiro privado, não obstante sua generalização possa trazer riscos à condução da política monetária em razão do impacto do câmbio sobre os preços administrados.

Para além dessas experiências internacionais, o governo brasileiro poderia ainda adotar em seu modelo de financiamento de PPP soluções similares às aquelas aplicadas por concessionárias de serviços públicos no próprio país para mitigar o risco cambial. Um exemplo considerado bem-sucedido é o da companhia AES Tietê, que opera no setor de energia no Brasil. Em 2001, por intermédio da agência financeira do governo americano Overseas Private Investment Corporation (Opic), a empresa brasileira pôde contratar um seguro contra a desvalorização do câmbio que excedesse o índice de inflação previsto na correção tarifária do contrato de concessão, num valor de US\$ 30 milhões em garantias para um volume financiado de até US\$ 300 milhões. Esta solução se mostrou bem menos custosa que uma contratação equivalente de *hedge* no mercado financeiro, e permitiu à empresa alcançar o grau de investimento na classificação de risco de sua emissão, resultando num prêmio de risco inferior inclusive ao exigido dos títulos de dívida soberana do país de maturação equivalente (Moran e Bergsten, 2003, p. 80-81).

A Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) veda a assunção por parte do governo federal de compromissos financeiros para os quais não esteja prevista uma fonte de receita correspondente. Portanto, quaisquer soluções que impliquem o compartilhamento do risco cambial com o setor público nos projetos de PPP deverão necessariamente estar fundadas numa estrutura orçamentária específica, com uma fonte determinada e de volume suficiente para provisão dessas garantias.

Possivelmente, o gerenciamento desses riscos deva ser buscado por meio de soluções específicas para cada setor. Em alguns casos, o risco cambial poderá ser parcialmente mitigado no âmbito dos próprios contratos de PPP, quando os custos de aquisição dos insumos necessários à prestação do serviço forem denominados em moeda estrangeira.¹⁰ No setor de óleo e gás, a Petrobras poderia, a exemplo de sua equivalente mexicana, financiar projetos de seu interesse beneficiando-se de sua capacidade privilegiada de captação externa como grande exportadora. Ainda, a tributação da exportação de *commodities*, ainda que com alíquota bastante reduzida,¹¹ poderia viabilizar a constituição de um fundo garantidor voltado à provisão de seguros contra os riscos de financiamento, favorecendo o ingresso de capital privado e liberando recursos do BNDES para outras finalidades prioritárias.

6 HIPÓTESE DE APLICAÇÃO DO MECANISMO DE GARANTIA DE RISCO CAMBIAL PARA ECONOMIA DE RECURSOS PÚBLICOS: CONCESSÃO DO CORREDOR D. PEDRO I NO ESTADO DE SÃO PAULO

Em 29 de outubro de 2008, a Concessionária Rota das Bandeiras, uma Sociedade de Propósito Específico (SPE) constituída pelo grupo Odebrecht (com 60% de participação da Odebrecht Investimentos em Infraestrutura e 40% da Odebrecht Serviços de Engenharia e Construção S.A.), foi anunciada a vencedora do leilão da 2ª Etapa do Programa de Concessão de

10. É o caso dos investimentos realizados no setor elétrico e para expansão das linhas de metrô nas capitais do país, onde a aquisição de equipamentos importados se faz imprescindível para a viabilização dos projetos.

11. A título de exemplo, uma alíquota de 1% sobre as exportações de *commodities* geraria receitas anuais superiores a US\$ 1 bilhão.

Rodovias do Estado de São Paulo. Obteve assim a concessão do chamado *Corredor D. Pedro I*, um conjunto de cinco rodovias que conecta as cidades de Jacareí e Mogi Guaçu, interligando diversos municípios da Região Metropolitana (RM) de Campinas.

Após a vitória no leilão, o concessionário recebeu do governo um prazo de dezoito meses para realizar o pagamento da outorga fixa estipulada no valor de R\$ 1,342 bilhão, reajustável anualmente pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), sendo que 20% do valor total da outorga fixa deveriam ser pagos até a data da assinatura do contrato de concessão (em 31 de março de 2009) e os 80% restantes divididos em dezoito parcelas iguais, com pagamentos mensais até outubro de 2010. Além da outorga fixa, o concessionário se comprometeu a pagar uma outorga variável equivalente a 3% das receitas com a exploração do conjunto de rodovias, incluindo praças de pedágio e outras receitas acessórias, tais como aluguéis para estabelecimentos comerciais e prestadoras de serviços.

Embora o concessionário tivesse conseguido empréstimo-ponte junto a um consórcio de bancos privados locais para dar início às suas atividades, e também um financiamento de longo prazo do BNDES no valor de R\$ 921,5 milhões para ser usado em obras de duplicação e manutenção das estradas que compõem o Corredor D. Pedro I, a engenharia financeira para a viabilização do pagamento da outorga fixa ainda não havia sido concluída. O BNDES não financia essa modalidade de obrigação, uma vez que não há nela contrapartida em termos de atividade econômica, mas apenas um ágio imposto pelo concedente para a transferência de seus ativos. Por sua vez, as exigências do cronograma de investimentos em melhorias do corredor, que exigia nos primeiros seis anos de operação desembolsos equivalentes a mais de 50% do valor total previsto para todo o período da concessão (estimados pela companhia em R\$ 2,1 bilhões), inviabilizava o comprometimento de recursos de caixa para o pagamento da outorga fixa.

Diante da impossibilidade de recorrer ao BNDES para financiar os compromissos assumidos para outorga, o concessionário buscou, de início, contratar empréstimo via instituição financeira multilateral para esse fim. A instituição escolhida foi o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), porém, o custo de contratação de *hedge* para proteção contra os riscos de variação da moeda estrangeira para um financiamento dessa magnitude foi considerado proibitivo pela Odebrecht (Costa, 2010, p. 96).

A companhia optou então pelo lançamento de debêntures simples no mercado de capitais nacional no valor de até R\$ 1,1 bilhão, com rendimento de 9,57% ao ano (a.a.) acrescidos do IPCA. Embora complexa, a operação foi considerada bem-sucedida e se tornou o primeiro exemplo de *Pure Project Finance Bond* (financiamento de 100% do projeto via securitização de seu fluxo de caixa, de modo a não impactar o patrimônio da empresa) concluído integralmente no mercado brasileiro. A SPE Rota das Bandeiras emitiu, em junho de 2010, um montante de R\$ 1,1 bilhão em duas séries de 55 mil debêntures simples (não conversíveis em ações) com valor unitário de R\$ 10 mil, de modalidade subordinada com garantia real com prazo de doze anos. A emissão foi coordenada por um consórcio de bancos em um regime misto que

envolvia garantias firmes e melhores esforços, e a amortização dos títulos foi customizada para viabilizar o pagamento tanto do empréstimo-ponte contraído pela SPE quanto das parcelas remanescentes da outorga fixa.

A demanda pelos papéis superou largamente a oferta, superando as expectativas do mercado que previam que o interesse dos investidores se limitaria às debêntures com garantias firmes dos bancos coordenadores da emissão – respectivamente, Santander e Banco do Brasil com R\$ 300 milhões em garantias firmes cada. Ao final, o custo anual da emissão ficou em 14,87%, um valor considerado baixo considerando o prazo alongado do financiamento (em média superior a oito anos), o custo de empréstimos convencionais de montante e duração similares e a vantagem de uma operação securitizada em termos de redução da exposição do capital da companhia (Costa, 2010, p. 96).

Embora o modelo de financiamento estruturado e adotado pela Odebrecht para viabilizar sua participação na concessão do Corredor D. Pedro I tenha sido indubitavelmente bem-sucedido, esse sucesso só foi possível devido ao empréstimo de quase R\$ 1 bilhão provido pelo BNDES, que permitiu à empresa concentrar seus esforços de capitalização para fazer frente às obrigações de curto prazo. A empresa alcançou, em 2014, uma receita líquida de R\$ 514 milhões, excluindo outras receitas não monetárias de construção, para um fluxo de 96,4 milhões de veículos equivalentes (Moody's Investors Service, 2015). Considerando a extensão do trecho concedido (297 km) e a quantidade de praças de pedágio (oito), a tarifa média para 100 km é de R\$ 14,36 por veículo equivalente.

6.1 Proposta de alteração do modelo de financiamento da concessão

Caso a concessão do Corredor D. Pedro I fosse realizada de modo alternativo, o agente público concedente poderia abrir mão do recebimento imediato do valor referente à outorga ao mesmo tempo em que reduziria a necessidade de financiamento subsidiado de longo prazo do concessionário. Dito de outro modo, o custo de abrir mão das receitas de outorga no curto prazo seria mais que compensado pela economia de recursos destinados à capitalização do BNDES para fornecimento desse crédito subsidiado. Para tanto, propõe-se um modelo em que uma parcela da tarifa seja destinada ao pagamento da outorga, cuja amortização seria então distribuída ao longo de todo o período da concessão, implicando um menor peso dessa obrigação no curto prazo para o concessionário.

No exemplo proposto de parcelamento da outorga fixa, mantido um patamar similar ao de tarifa atual (R\$ 14,36), mesmo que o valor presente da outorga permanecesse igual ou pouco superior a R\$ 1,342 bilhão, a taxa interna de retorno (TIR) do concessionário ainda se elevaria devido ao diferimento desses pagamentos. Essa elevação da rentabilidade liberaria mais capacidade para a empresa se financiar no mercado de capitais, lançando mão de debêntures incentivadas de infraestrutura para financiar uma parcela dos gastos de capital ao invés do pagamento da outorga. Em outras palavras, o diferimento do pagamento da outorga abriria espaço para que o *funding* privado substituisse parte do financiamento hoje realizado pelo BNDES, liberando recursos desta instituição para aplicação em outras finalidades mais prioritárias.

A fim de estimular a participação de investidores estrangeiros na aquisição dessas debêntures, a parcela da tarifa correspondente à outorga seria então corrigida pela variação cambial caso superasse os limites de uma banda de variação pré-estabelecida, em moldes de gerenciamento de risco de câmbio similares aos aplicados por outros países (quadro 3). A ideia central é proteger parte da receita do concessionário do risco cambial, repassando esse risco ao concedente (agente público) por meio da correção automática do valor da outorga a ser paga pelo concessionário.

Seria prevista no contrato da concessão uma banda de flutuação para o câmbio, por exemplo, com margens de 10% para cima e para baixo a partir de um valor de referência pré-estabelecido, dentro da qual o risco seria assumido integralmente pelo concessionário. Flutuações que superassem os limites dessa banda seriam parcialmente absorvidas pelo agente público. Por exemplo, no caso de depreciação do real para além da margem pré-estabelecida, a parcela da tarifa correspondente à outorga seria reajustada a menor, implicando menor receita para o concedente. Já no caso de uma apreciação da moeda doméstica, o ganho adicional seria repassado em igual proporção ao agente público. Uma vez que o valor total da tarifa permaneceria inalterado no tempo, variando apenas as parcelas destinadas ao concessionário e ao concedente de acordo com a trajetória do câmbio, o usuário não seria penalizado pela variação cambial.

Por seu turno, a proteção contra a variação cambial estimularia a participação de investidores estrangeiros na etapa de capitalização do projeto, reduzindo sensivelmente o rendimento exigido para aquisição dos papéis da empresa, dado o menor custo de capital no exterior. Parte dos recursos economizados pelo setor público por meio da redução da participação do BNDES no financiamento do projeto poderia ser utilizada para arcar com os custos da contratação de *hedge* cambial, caso o governo desejasse também preservar o valor de suas receitas de outorga contra os riscos da depreciação da moeda doméstica. Ainda, o próprio BNDES também poderia emitir títulos no exterior para financiar o concessionário no pagamento da outorga, uma vez que este estaria coberto contra os efeitos da variação do câmbio sobre estas despesas.

No caso de uma concessão nos moldes de uma PPP, o modelo proposto seria bastante similar. Contudo, há a diferença essencial de que, ao invés do pagamento de outorga por parte do concessionário, na PPP o fluxo de pagamentos se dá na direção contrária: neste caso existe o pagamento por disponibilidade por parte do concedente, uma vez que todas as receitas da concessão são públicas. O mecanismo de proteção cambial então também funcionaria de forma inversa: a parcela da tarifa referente ao pagamento por disponibilidade seria reajustada a maior no caso de depreciação da moeda doméstica para além dos limites da banda, e a menor no caso de apreciação. Deste modo o parceiro privado teria sua receita protegida do risco cambial, ampliando assim sua capacidade de emissão de dívida no exterior.

Caso fosse bem-sucedido, o modelo proposto poderia ainda ser empregado no futuro para capitalização de uma espécie de fundo garantidor de concessões, que consistiria de uma fonte unificada de recursos para lastrear o financiamento público de diversos projetos de infraestrutura com diferentes maturações. Os projetos mais maduros e com fluxo já estável de receitas proveriam recursos para os projetos iniciantes por meio da parcela da tarifa correspondente

à outorga, que seriam então dispendidos e posteriormente reembolsados como num fundo rotativo de crédito. O setor privado complementaria a capitalização desse fundo por meio de emissões estruturadas de títulos de renda fixa lastreados nas receitas simultâneas de vários projetos, diluindo, assim, o risco oriundo da concentração de ativos e permitindo alcançar uma nota de crédito mais elevada junto às agências de classificação de risco.

6.2 Principais desafios à aplicação do modelo

São três os principais obstáculos à implementação desse novo modelo de financiamento para projetos de infraestrutura, com ênfase na proteção contra o risco cambial para atração de investimento estrangeiro, conforme a seguir.

- 1) *Preterimento do modelo de concessão por pagamento de outorga* – ao longo da última década, o governo federal tem empregado o modelo por pagamento de outorga apenas nas concessões de aeroportos, preferindo adotar para outros setores de logística a modalidade de menor valor de tarifa. Embora o usuário do serviço seja mais beneficiado neste modelo, o setor público como um todo é penalizado na medida em que se obriga a fornecer um grande volume de financiamento de longo prazo a juros subsidiados para a realização dos gastos de expansão e manutenção da infraestrutura concedida. O temor dos governos quanto aos efeitos políticos deletérios de um aumento substancial das tarifas também constitui um incentivo ao preterimento de concessões por meio do pagamento de outorgas.
- 2) *Exigência de pagamento imediato da outorga* – mesmo quando o modelo de concessão adotado pelo agente público envolve pagamento de outorga, o agente privado é obrigado a cumprir essa obrigação imediatamente ou em prazos bastante curtos, em geral de um ou dois anos. Quando o pagamento da outorga se dá por meio de uma parcela fixa e outra variável (geralmente uma porcentagem da receita líquida do concessionário), o componente fixo é bem maior que o variável e seu vencimento se dá no curto prazo, usualmente com a exigência de um pagamento parcial substantivo já no momento da assinatura do contrato. A razão disto é que os governos utilizam as receitas de outorga com objetivo exclusivo de arrecadação fiscal, ao invés de uma poupança para financiamento de projetos de longo prazo.
- 3) *Descasamento entre o contrato de concessão e sua estrutura de financiamento* – não há previsão legal de que o modelo de financiamento deva ser estabelecido antes da assinatura do contrato de concessão. Tampouco se prevê a exigência de divisão *a priori* das receitas da concessão entre o agente público concedente e o concessionário privado, por exemplo, por meio de porcentagens de um valor pré-estabelecido de tarifa, o que aumentaria a previsibilidade de receitas e viabilizaria uma maior participação do setor privado no financiamento do projeto. Na prática, isso torna o agente público “refém” do concessionário na medida em que é obrigado a disponibilizar, desde o início, condições vantajosas de crédito para viabilizar a execução das obras previstas na concessão.

O sucesso do modelo proposto neste trabalho depende da superação desses entraves, que, como visto, envolvem não apenas questões legais mas também custos políticos de monta. Contudo, resta claro hoje que o Estado brasileiro dispõe de meios cada vez mais limitados para viabilizar soluções de financiamento ao investimento em infraestrutura, num contexto de demandas crescentes por parte da sociedade. Nesse sentido, a explicitação dos custos relativos aos subsídios implícitos nos empréstimos realizados pelo BNDES e outros bancos públicos constitui o primeiro passo para qualificar o debate sobre as alternativas para a ampliação da infraestrutura do país.

7 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A partir do diagnóstico de esgotamento das fontes oficiais de recursos face à crescente demanda de financiamento para o setor de infraestrutura no Brasil nas próximas décadas, este estudo buscou justificar a necessidade e conveniência da atração de capital internacional para a viabilização dos projetos de PPP programados para o período. Nesse sentido, buscou-se, em primeiro lugar, analisar as iniciativas recentes do governo brasileiro e a evolução do marco regulatório do mercado de capitais visando aumentar a atratividade dos ativos públicos de infraestrutura. Uma vez identificada a centralidade da questão do risco cambial para o incremento do capital estrangeiro nos projetos de PPP, a pesquisa se concentrou na busca por soluções para a mitigação desse risco a partir da experiência internacional.

Conclui-se que, não obstante o país enfrente um cenário macroeconômico adverso com reflexos sobre a volatilidade da cotação da moeda nacional, há oportunidades para ampliação dos canais de captação de recursos no exterior para o financiamento de projetos de infraestrutura, sobretudo patrocinada. Para tanto, é preciso um esforço no sentido de viabilizar mecanismos efetivos de gerenciamento dos riscos financeiros para os projetos idealizados pelo governo para as próximas décadas. A experiência de outros países emergentes sugere que é possível implementar soluções híbridas, nas quais o desenho contratual assegura aos parceiros público e privado uma divisão coerente de riscos que assegura a disponibilidade dos serviços sem implicar um custo excessivo à sociedade. Cumpre, pois, à luz das experiências bem-sucedidas, buscar soluções que se adequem às condições econômicas e ao marco institucional consolidado no país.

A análise do modelo de financiamento da concessão Corredor D. Pedro I ilustra ainda a viabilidade de se conceber novas estruturas de *funding* para projetos de infraestrutura que, sem afastar a participação ainda relevante do crédito público, permitam ampliar o papel desempenhado pelo setor privado na capitalização desses projetos. Favorecendo, assim, não apenas a economia de recursos públicos cada vez mais escassos para outras prioridades de políticas públicas, mas também ganhos relevantes de eficiência na execução e gestão de projetos de infraestrutura por meio da maior transparência e razoabilidade na distribuição de riscos entre os agentes governamentais e o setor privado.

REFERÊNCIAS

ADB – ASIAN DEVELOPMENT BANK. **Exploring public-private partnership in the irrigation and drainage sector in India**: a scoping study. Mandaluyong: ADB, 2012.

BB – BANCO DO BRASIL. Operações estruturadas sob o conceito de parceria público-privado (PPP). *In*: SEMINÁRIO INTERNACIONAL PARCERIAS PÚBLICO-PRIVADAS NO MERCADO DE CAPITALIS. São Paulo, 8 dez. 2003. Disponível em: <<http://goo.gl/20MrJY>>.

BATISTA, R. Bradesco e BTG coordenarão oferta de fundo do BNDES. **Valor Econômico**, São Paulo, 12 mar. 2015. Disponível em: <<http://goo.gl/Phj9Jk>>.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. Conselho Monetário Nacional. Resolução nº 2.907, de 29 de novembro de 2001. Autoriza a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento em direitos creditórios. Brasília: BCB, 2001. Disponível em: <<http://goo.gl/R8iEwI>>.

BORGES, L. F. X.; NEVES, C. Parceria público-privada: riscos e mitigação de riscos em operações estruturadas de infraestrutura. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 12, n. 23, p. 73-118, 2005.

BOVIS, C. **Public-private partnerships in the European Union**. Nova Iorque: Routledge, 2013.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001. Regulamenta a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios. Rio de Janeiro: CVM, 2001. Disponível em: <<http://goo.gl/JHFMc1>>.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM nº 391, de 16 de julho de 2003. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações. Rio de Janeiro: CVM, 2003a. Disponível em: <<http://goo.gl/zme7uP>>.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM nº 401, de 29 de dezembro de 2003. Dispõe sobre os registros de negociação e de distribuição pública de Certificados de Potencial Adicional de Construção (Cepac). Rio de Janeiro: CVM, 2003b. Disponível em: <<http://goo.gl/YvThLl>>.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Rio de Janeiro: CVM, 2004a. Disponível em: <<http://goo.gl/k2tJY9>>.

_____. Lei nº 10.892, de 13 de julho de 2004. Altera os Arts. 8º e 16º da Lei nº 9.311, de 24 de outubro de 1996, que institui a Contribuição Provisória sobre Movimentação ou Transmissão de Valores e de Créditos e Direitos de Natureza Financeira (CPMF), e dá outras providências. Brasília: Presidência da República, 2004b. Disponível em: <<http://goo.gl/CQ3eR2>>.

_____. Lei nº 11.033, de 21 de dezembro de 2004. Altera a tributação do mercado financeiro e de capitais; institui o Regime Tributário para Incentivo à Modernização e à Ampliação da Estrutura Portuária – Reporto; altera as Leis nºs 10.865, de 30 de abril de 2004, 8.850, de 28 de janeiro de 1994, 8.383, de 30 de dezembro de 1991, 10.522, de 19 de julho de 2002, 9.430, de 27 de dezembro de 1996, e 10.925, de 23 de julho de 2004; e dá outras providências. Brasília: Presidência da República, 2004c. Disponível em: <<http://goo.gl/7EFbzb>>.

_____. Lei nº 11.079, de 30 de dezembro de 2004. Institui normas gerais para licitação e contratação de parceria público-privada no âmbito da administração pública. Brasília: Presidência da República, 2004d. Disponível em: <<http://goo.gl/GhfZnj>>.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM nº 419, de 2 de maio de 2005. Dispõe sobre o cadastramento de investidores não residentes, altera e acrescenta dispositivo à Instrução CVM nº 387, de 28 de abril de 2003, e acrescenta dispositivo à Instrução CVM nº 325, de 27 de janeiro de 2000. Rio de Janeiro: CVM, 2005a. Disponível em: <<http://goo.gl/tX1Vs3>>.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM nº 426, de 28 de dezembro de 2005. Dispõe sobre a administração de carteira de valores mobiliários do Fundo Garantidor de Parcerias Público-Privadas (FGP), de que trata a Lei nº 11.079, de 30 de dezembro de 2004. Rio de Janeiro: CVM, 2005b. Disponível em: <<http://goo.gl/Qnb1OM>>.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM nº 460, de 10 de outubro de 2007. Dispõe sobre os Fundos de Investimento em Participações em Infraestrutura e os Fundos de Investimento em Participação na Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação e altera a Instrução CVM nº 406, de 27 de abril de 2004. Rio de Janeiro: CVM, 2007. Disponível em: <<http://goo.gl/SAvi7D>>.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM nº 471, de 8 de agosto de 2008. Dispõe sobre o procedimento simplificado para registro de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários. Rio de Janeiro: CVM, 2008a.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Convênio CVM – Anbima (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais). Rio de Janeiro, 2008b. Disponível em: <<http://goo.gl/s4nZdV>>.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Rio de Janeiro: CVM, 2009a. Disponível em: <<https://goo.gl/46ldds>>.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM nº 481, de 17 de dezembro de 2009 com as alterações introduzidas pelas instruções CVM nº 552/14, 561/15 e 565/15. Dispõe sobre informações e pedidos públicos de procuração para exercício do direito de voto em assembleias de acionistas. Rio de Janeiro: CVM, 2009b. Disponível em: <<http://goo.gl/m28xgU>>.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM nº 482, de 5 de abril de 2010. Altera e acrescenta artigos à Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003 e à Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009. Rio de Janeiro: CVM, 2010a. Disponível em: <<http://goo.gl/iVcJbn>>.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM nº 485, de 1º de novembro de 2010. Altera a Instrução CVM nº 457, de 13 de julho de 2007, que dispõe sobre a elaboração e divulgação das demonstrações financeiras consolidadas, com base no padrão contábil internacional emitido pelo International Accounting Standards Board – IASB, publicada no DOU de 16 de julho de 2007, Seção 1, p. 60. Rio de Janeiro: CVM, 2010b. Disponível em: <<http://goo.gl/SfQY9m>>.

_____. Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011. Dispõe sobre a incidência do imposto sobre a renda nas operações que especifica; altera as Leis nºs 11.478, de 29 de maio de 2007, 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 9.430, de 27 de dezembro de 1996, 12.350, de 20 de dezembro de 2010, 11.196, de 21 de novembro de 2005, 8.248, de 23 de outubro de 1991, 9.648, de 27 de maio de 1998, 11.943, de 28 de maio de 2009, 9.808, de 20 de julho de 1999, 10.260, de 12 de julho de 2001, 11.096, de 13 de janeiro de 2005, 11.180, de 23 de setembro de 2005, 11.128, de 28 de junho de 2005, 11.909, de 4 de março de 2009, 11.371, de 28 de novembro de 2006, 12.249, de 11 de junho de 2010, 10.150, de 21 de dezembro de 2000, 10.312, de 27 de novembro de 2001, e 12.058, de 13 de outubro de 2009, e o Decreto-Lei n. 288, de 28 de fevereiro de 1967; institui o Regime Especial de Incentivos para o Desenvolvimento de Usinas Nucleares (Renuclear); dispõe sobre medidas tributárias relacionadas ao Plano Nacional de Banda Larga; altera a legislação relativa à isenção do Adicional ao Frete para Renovação da Marinha Mercante (AFRMM); dispõe sobre a extinção do Fundo Nacional de Desenvolvimento; e dá outras providências. Brasília: Presidência da República, 2011. Disponível em: <<http://goo.gl/RNZPiu>>.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM nº 521, de 25 de abril de 2012. Dispõe sobre a atividade de classificação de risco de crédito no âmbito do mercado de valores mobiliários. Rio de Janeiro: CVM, 2012a. Disponível em: <<http://goo.gl/ZJFRvC>>.

_____. Lei nº 12.712, de 30 de agosto de 2012. Altera as Leis nºs 12.096, de 24 de novembro de 2009, 12.453, de 21 de julho de 2011, para conceder crédito ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES, 9.529, de 10 de dezembro de 1997, 11.529, de 22 de outubro de 2007, para incluir no Programa Revitaliza do BNDES os setores que especifica, 11.196, de 21 de novembro de 2005, 7.972, de 22 de dezembro de 1989, 12.666, de 14 de junho de 2012, 10.260, de 12 de julho de 2001, 12.087, de 11 de novembro de 2009, 7.827, de 27 de setembro de 1989, 10.849, de 23 de março de 2004, e 6.704, de 26 de outubro de 1979, as Medidas Provisórias nos 2.156-5, de 24 de agosto de 2001, e 2.157-5, de 24 de agosto de 2001; dispõe sobre financiamento às exportações indiretas; autoriza a União a aumentar o capital social do Banco do Nordeste do Brasil S.A. e do Banco da Amazônia S.A.; autoriza o Poder Executivo a criar a Agência Brasileira Gestora de Fundos Garantidores e Garantias S.A. – ABGF; autoriza a União a conceder subvenção econômica nas operações de crédito do Fundo de Desenvolvimento da Amazônia – FDA e do Fundo de Desenvolvimento do Nordeste – FDNE; autoriza a União a participar de fundos dedicados a garantir operações de comércio exterior ou projetos de infraestrutura de grande vulto; revoga dispositivos das Leis nos 10.637, de 30 de dezembro de 2002, 10.865, de 30 de abril de 2004, e 12.545, de 14 de dezembro de 2011; e dá outras providências. Brasília: Presidência da República, 2012b. Disponível em: <<http://goo.gl/WiVqs9>>.

_____. Ministério da Fazenda. **Infraestrutura Brasil**. Brasília, ano 1, n. 1, 18 jun. 2015. Disponível em: <<http://goo.gl/okwQUl>>.

BRERETON-FUKUI, N. G-20 seeks private funding for infrastructure projects. **The Wall Street Journal**. Nova Iorque, 4 set. 2013. Disponível em: <<http://goo.gl/I9lsUK>>.

CALLAGHAN, M. *et al.* Challenges facing the G20 in 2013. **G20 Monitor**, n. 1, dez. 2012. Disponível em: <<http://goo.gl/Q5ZCkC>>.

CEEIC – CENTRO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS DE LA INDUSTRIA DE LA CONSTRUCCIÓN. **Financiamiento de infraestructura**: apuntes sobre la experiencia internacional y reflexiones para el caso uruguayo – 2015. Montevideo: CEEIC, 2015. Disponível em: <<http://goo.gl/xuCzBY>>.

CHAN, C. *et al.* **Public infrastructure financing**: an international perspective. Melbourne: Productivity Commission, mar. 2009. (Working Paper). Disponível em: <<http://goo.gl/ydLP69>>.

COMMONWEALTH OF AUSTRALIA. Introductory guide to public private partnerships. **Financial Management Guidance**, Barton, n. 16, dez. 2006. Disponível em: <<http://goo.gl/p0Hxfp>>.

COSTA, A. L. B. **A utilização do Project Finance como instrumento de financiamento no setor de infraestrutura no Brasil no período de 1999 a 2009**. 2010. Dissertação (Mestrado) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 22 jan. 2010.

FINNERTY, J. D. **Project finance**: engenharia financeira baseada em ativos. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1998.

FOLEGO, Thais. BNDESPar privilegia infraestrutura. **Valor Econômico**, São Paulo, 17 out. 2013, p. C14.

G20. **G20 Leader's declaration**. São Petersburgo: G20, set. 2013. Disponível em: <<https://goo.gl/FOv3x2>>.

GATTI, S. **Project finance in theory and practice**: designing, structuring and financing private and public projects. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012.

GHOBIADIAN, A. *et al.* Future of public-private partnership. In: GHOBADIAN, A. *et al.* (Eds.). **Public-private partnerships**: policy and experience. Basingstoke: Palgrave Macmillan, 2004.

H. M. TREASURY. **Value for money assessment guidance**. Londres: HM Treasury, nov. 2006. Disponível em: <<https://goo.gl/vVyWSh>>.

HODGE, G. A. Reviewing public-private partnerships: some thoughts on evaluation. In: HODGE, G. A.; GREVE, C.; BOARDMAN, A. E. (Eds.). **International handbook on public-private partnerships**. Cheltenham: Edward Elgar, 2010.

IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Public-private partnerships**: fiscal affairs department. Washington, 12 mar. 2004. Disponível em: <<https://goo.gl/CrvOki>>.

_____. **Chile: selected issues.** Washington, set. 2005. (IMF Country Report, n. 05/316). Disponível em: <<http://goo.gl/AABYPO>>.

KECG – KOREA EXPERT CONSULTING GROUP. **2013 Joint consulting with inter-american development bank: support for public private partnership infrastructure in Colombia.** Bogota, fev. 2014.

KAMMER, A. *et al.* **Islamic finance: opportunities, challenges, and policy options.** Washington, abr. 2015. (IMF Staff discussion note, n. 15/05). Disponível em: <<http://goo.gl/jNVDY4>>.

KLIJN, E.-H. Public-private partnerships: deciphering meaning, message and phenomenon. *In: HODGE, G. A.; GREVE, C.; BOARDMAN, A. E. (Eds.). International handbook on public-private partnerships.* Cheltenham: Edward Elgar, 2010.

KLIJN, E.-H.; TEISMAN, G. R. Governing public-private partnerships: analyzing and managing the processes and institutional characteristics of public-private partnerships. *In: OSBORNE, S. P. Public-private partnerships: theory and practice in international perspective.* Nova Iorque: Routledge, 2000. v. 19.

MOODY'S INVESTORS SERVICE. **Opinião de crédito: Rota das Bandeiras S.A.** São Paulo: Moody's Investors Service, 10 jun. 2015.

MORAN, T. H; BERGSTEN, F. **Reforming OPIC for the 21st Century.** Policy Analyses in International Economics nº 69. Washington, D.C.: Peterson Institute for International Economics, maio 2003.

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

PARK, J. **Brazil's capital market: current status and issues for further development.** Washington: IMF, 2012. (IMF Working Paper, n. 12/224). Disponível em: <<http://goo.gl/VGQkkG>>.

PERES, L.; ROMERO, C. Governo estuda reduzir tamanho do BNDES. **Valor Econômico**, São Paulo, 8 out. 2013.

PINTO, M. B. Repartição de riscos nas Parcerias Público-Privadas. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 13, n. 25, p. 155-182, jun. 2006.

PONDÉ, J. L. **Coordenação, custos de transação e inovações institucionais.** Campinas: Unicamp, 1994. (Texto para Discussão, n. 38).

PINHEIRO, V. Estrangeiros rejeitam as debêntures de infraestrutura. **Valor Econômico**. São Paulo, 15 ago. 2013. Disponível em: <<http://goo.gl/4Q7HLE>>.

_____. BNDES venderá R\$ 1 bi em debêntures a fundo. **Valor Econômico**. São Paulo, 23 fev. 2015. Disponível em: <<http://goo.gl/WMrqEP>>.

PPIAF – PUBLIC-PRIVATE INFRASTRUCTURE ADVISORY FACILITY. **Emerging partnerships: top 40 PPPs in emerging markets**. Washington, 2013. Disponível em: <<http://goo.gl/B4b1GX>>.

RESIDE JÚNIOR, R. E. **Global determinants of stress and risk in Public-Private Partnerships (PPP) in infrastructure**. Tokyo: ADBI, mar. 2009. (ADBI Working Paper, n. 133). Disponível em: <<http://goo.gl/hnD3TW>>.

RIBEIRO, M. P.; PRADO, L. N. **Comentários à Lei de PPP – Parceria Público-Privada: fundamentos econômicos e jurídicos**. São Paulo: Malheiros, 2007.

ROCHA, J. Operações de securitização crescem 595% neste ano. **Valor Econômico**, São Paulo, 23 ago. 2004.

SILVA FILHO, E. B. Financiamento e exposição cambial das firmas brasileiras após a crise de 2008: condicionantes e impactos sistêmicos. In: CINTRA, M. A. M.; SILVA FILHO, E. B. (Orgs.). **Financiamento das corporações: perspectivas do desenvolvimento brasileiro**. Brasília: Ipea, 2013.

_____. Financiamento da infraestrutura no Brasil: limites dos mecanismos convencionais e alternativas a partir do investimento estrangeiro e do mercado de capitais. In: MONASTERIO, L. M.; NERI, M. C.; SOARES, S. S. D. (Eds.). **Brasil em desenvolvimento 2014: Estado, planejamento e políticas públicas**. Brasília: Ipea, 2014. v.1.

SOBRATEMA – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE TECNOLOGIA PARA CONSTRUÇÃO E MINERAÇÃO. **Principais investimentos em infraestrutura no Brasil até 2019**. São Paulo: SOBRATEMA, 13 nov. 2014.

TORRES FILHO, E. T.; MACAHYBA, L. **O elo perdido: o mercado de títulos de dívida corporativa no Brasil: avaliação e propostas**. São Paulo: Iedi; Instituto Talento Brasil, jun. 2012. Disponível em: <<http://goo.gl/msafUW>>.

WAJNBERG, D. Debêntures de infraestrutura: emissões realizadas e perspectivas. **Revista do BNDES**, v. 41, p. 331-378, jun. 2014.

WILLIAMSON, O. E. Transaction-cost economics: the governance of contractual relations. **Journal of Law and Economics**, v. 22, n. 2, p. 233-61, 1979.

WORLD BANK. **Transformation through infrastructure**. Washington: World Bank, 2012a. Disponível em: <<http://goo.gl/ZNx3YK>>.

_____. **Best practices in Public-Private partnerships financing in Latin America: the role of guarantees**. Washington: World Bank, 2012b. Disponível em: <<https://goo.gl/yhZWg2>>.

BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

BRASIL. Medida Provisória nº 618, de 18 de setembro de 2013. Altera a Lei nº 10.552, de 13 de novembro de 2002, para dispor sobre a concessão de garantia da União a entidades controladas indiretamente pelos entes da Federação; autoriza o aumento do capital social da VALEC – Engenharia, Construções e Ferrovias S.A.; autoriza a União a renegociar condições financeiras e contratuais das operações de crédito com o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES que menciona; altera o cálculo da receita líquida real dos municípios, para adequação à Lei nº 10.527, de 8 de agosto de 2002; autoriza a União a conceder crédito ao BNDES, no montante de até R\$ 15.000.000.000,00 (quinze bilhões de reais), em condições financeiras e contratuais que permitam o seu enquadramento como instrumento híbrido de capital e dívida ou elemento patrimonial que venha a substituí-lo na formação do patrimônio de referência; promove ações de cooperação energética com países da América Latina; e dá outras providências. Brasília: Presidência da República, 2013. Disponível em: <<http://goo.gl/9bWWtG>>.

DAVIS, H. A. (Ed.). **Infrastructure finance: trends and techniques**. Londres: Euromoney, 2008.

ESTACHE, A.; STRONG, J. **The rise, the fall, and...: the emerging recovery of project finance in transport**. Washington: World Bank, nov. 1999. Disponível em: <<https://goo.gl/EoB7Ly>>.

FAY, M.; MORRISON, M. Infrastructure needs in Latin America and the Caribbean. *In*: DAVIS, H. A. (Ed.) **Infrastructure finance: trends and techniques**. Londres: Euromoney, 2008.

NÓBREGA, M.; TRENNEPOHL, T. **Infrastructure in emerging markets: theory and practice**. Saarbrücken: Lambert Academic Publishing, 2012.

OLIVEIRA, G.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Orgs.). **Parcerias público-privadas: experiências, desafios e propostas**. Rio de Janeiro: LTC, 2013.

SILVA FILHO, E. B. Securitização de ativos públicos para financiamento de projetos de infraestrutura: o caso brasileiro e a experiência dos BRICS. **XIX Prêmio Tesouro Nacional**. Brasília: STN/ESAF, 2014. Disponível em: <<http://goo.gl/01ZyAe>>.

WORLD BANK. **Capital for the future: saving and investment in an interdependent world**. Washington: World Bank, 2013. Disponível em: <<http://goo.gl/ZxmWvN>>.