

Parcerias público-privadas: uma classe de ativos para investimentos

Manoel Henrique de Amorim Filho

Ligia Werneck Costa Leite

Maria Amélia Pacheco Chambarelli*

Resumo

Passados dez anos da edição da Lei das Parcerias Público-Privadas, registra-se um avanço modesto com respeito a esse tipo de contratação pelas esferas públicas no Brasil. Considerando a dinâmica econômica do país, que continua a depender da elevação no nível de investimento em infraestrutura, e ainda as condições orçamentárias e fiscais restritivas dos entes públicos, entende-se que a contratação de projetos de infraestrutura no âmbito das parcerias público-privadas, com maior participação e responsabilidade do setor privado, possibilitaria realizar um número significativo de projetos de impacto positivo para o bem-estar da população. Neste artigo, destacamos a importância da atração de investidores institucionais para essa classe de ativo e apontamos as condições existentes que reprimem a participação mais ativa de tais investidores no setor de infraestrutura.

* Respectivamente, engenheiro, economista e advogada do BNDES. Os autores agradecem as sugestões de: Henrique Amarante Pinto, Fabio Giambiagi, Leonardo Pereira e José Felgueiras (BNDES), José Roberto Affonso (Fundação Getúlio Vargas – FGV), José Antônio Pires (Banco Interamericano de Desenvolvimento – BID) e Bruno Pereira (Radar PPP). Este artigo é de exclusiva responsabilidade dos autores, não refletindo, necessariamente, a opinião do BNDES.

Abstract

Ten years since the Public Private Partnership Law was enacted, there has been limited progress in this type of procurement in Brazil's public entities. Considering the country's economic situation, which still relies on a rising level of investment in infrastructure, and the restrictive budgetary and fiscal conditions of public entities, contracting projects within the scope of public private partnerships, and with higher participation of and responsibility for the private sector, could make it possible to significantly increase the number of projects that have a positive impact on the population's well-being. In this article, we highlight the importance of attracting institutional investors to this type of asset and point out the current conditions that restrict such investors from more actively participating in the infrastructure sector.

Introdução

A despeito do advento das parcerias público-privadas (PPP) no Brasil, como resultado do processo evolutivo iniciado com a promulgação da Lei 11.079, de 30 de dezembro de 2004, conhecida como Lei das PPPs, registra-se uma notória ausência da participação de investidores institucionais nesse mercado. No entanto, projetos de PPPs poderiam representar uma classe de ativos interessante para tais investidores, sejam nacionais ou estrangeiros, em especial para aqueles que buscam investimentos de prazos mais extensos e fluxos de receita constantes e previsíveis, caso típico de projetos de infraestrutura em concessões ou PPPs.

Investidores institucionais são os principais quotistas dos fundos de investimento em participações (FIP) – também denominados fundos de *private equity* – no Brasil. O primeiro fundo brasileiro com enfoque específico em infraestrutura foi constituído em 2005,¹ momento em que o Brasil dava continuidade às importantes mudanças estruturais no processo de privatização de vários setores, entre os quais, energia, telecomunicações e óleo e gás, que por consequência, demandariam recursos privados em escala progressiva para atendimento às demandas reprimidas da população, ávida pela melhoria de serviços nesses segmentos.

Em 2013, os FIPs detinham cerca de US\$ 50 bilhões em capital comprometido para investimentos no Brasil, sendo, aproximadamente, US\$ 9,5 bilhões² orientados para infraestrutura. O volume de recursos de fundos dedicados a infraestrutura continua muito

¹ O FIP Infra Brasil tem como foco de investimento os setores de energia, transporte e distribuição de gás, saneamento, transportes e telecomunicações.

² Estimativa dos autores baseada em pesquisa sobre a indústria de FIPs, a partir de informações fornecidas pelo Prof. Caio Ramalho (PUC-Rio) e dados de 2013 da LAVCA.

alguém da necessidade agregada de investimentos no Brasil e salta aos olhos a ausência de fundos dedicados a investimentos no âmbito de PPPs. A reduzida participação de investidores institucionais em projetos de infraestrutura no Brasil pode apontar para a necessidade de fortalecimento dos arcabouços regulatório, jurídico e fiscal no país. Por outro lado, cabe destacar que é comum observar nos projetos de PPPs brasileiros um elevado risco de sobre custo.

A Lei 8.987, de 13 de fevereiro de 1995, denominada Lei das Concessões, foi o primeiro passo no processo de retomada da atração de capitais privados a serem canalizados para o financiamento da infraestrutura no Brasil. Posteriormente, quando a Lei das PPPs foi promulgada, com as limitações orçamentárias e os problemas de capacidade fiscal dos entes federativos, acreditou-se que a introdução dos novos modelos contratuais – concessão administrativa e concessão patrocinada – seria a solução para implementar importantes projetos do setor público, em áreas essenciais, como saneamento, saúde, habitação, ferrovias, rodovias, para citar alguns dos mais importantes.

A taxa de investimento da economia brasileira, capturada pela participação da Formação Bruta de Capital Fixo no Produto Interno Bruto (FBCF/PIB), registrou um valor médio de 18,74% no período de 2003 a 2014, segundo dados das contas nacionais disponibilizados pelo IBGE (1996.1-2015.1). Em países emergentes usualmente comparados ao Brasil no tocante à atratividade de investidores globais, como China, Índia e México, as taxas de investimento no mesmo período foram de 42,4%, 31,6% e 24,7%, respectivamente. A manutenção da taxa de investimento próxima a 18% do PIB é insuficiente para que o Brasil possa apresentar crescimento econômico significativo e sustentável. Estima-se que se o país auferisse uma taxa de investimento

em torno de 25% do PIB, ensejaria uma taxa de crescimento real do PIB próxima de 5% ao ano (PASTORE; PINOTTI; PAGANO, 2010).

O reflexo imediato da infraestrutura insuficiente é a elevação de custos para o setor produtivo, afetando toda a sociedade. A necessidade de melhorias na infraestrutura brasileira é nítida e, segundo o Fórum Econômico Mundial, é um dos principais fatores a afetar a competitividade do país, que apresentou modestos resultados no *ranking* de Competitividade Global 2014-2015 (WORLD ECONOMIC FORUM, 2015). Nesse sentido, no âmbito da extensa lista de reformas estruturais necessárias para voltar a colocar o Brasil nos trilhos do crescimento econômico sustentável, o fortalecimento institucional das PPPs será de considerável relevância, uma vez que permitirá alavancar investimentos em infraestrutura.

Além da presente introdução, o artigo está dividido em seis partes. A seção seguinte aborda a temática do financiamento da infraestrutura no Brasil, sob a ótica do capital privado, com enfoque nos fundos de investimento de *private equity*. A terceira seção apresenta uma análise dos principais aspectos jurídicos, fiscais e regulatórios no âmbito das PPPs no Brasil. A quarta seção destaca a questão das garantias nos projetos de PPPs. Já na quinta seção é realizado um diagnóstico dos principais problemas relacionados à gestão tributária dos estados da federação e seu impacto nos projetos. A sexta seção apresenta algumas propostas que poderiam ajudar na promoção de um ambiente favorável às PPPs no Brasil e, conseqüentemente, na atração de investidores institucionais para esses projetos. A última seção conclui o artigo.

Contexto da infraestrutura e a indústria de FIPs no Brasil

Panorama da infraestrutura e impacto na competitividade

Não há dúvidas de que qualquer plano de desenvolvimento para o Brasil passa, inevitavelmente, pelo aprimoramento da infraestrutura. Os gargalos estruturais,³ acumulados desde a década de 1980,⁴ vêm comprometendo o crescimento econômico sustentável.

O panorama geral da infraestrutura brasileira se caracteriza pelo baixo nível de investimento agregado, apesar da formulação de programas de investimento em infraestrutura nos últimos anos, como o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) e o Programa de Investimento em Logística (PIL), além do financiamento público via Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

Nas últimas duas décadas, os investimentos em infraestrutura representaram, em média, cerca de 2,2% do PIB, de acordo com Castelar (2014) e, mesmo no ano de 2010, considerado como auge dos projetos do PAC, a referida taxa foi de 2,53% (FRISCHTAK, 2011). Segundo pesquisa do Banco Mundial, esse patamar de inves-

³ O documento *Perspectivas do investimento e panoramas setoriais 2015-2018*, editado pelo BNDES em dezembro de 2014, aponta os efeitos de gargalos estruturais, tais como infraestrutura logística e mobilidade urbana, em diversos setores da economia.

⁴ Segundo Rigolon (1998), uma das consequências da crise das finanças públicas no Brasil ao longo das décadas de 1980 e 1990 foi a progressiva perda da capacidade do Estado alocar recursos na expansão e manutenção da infraestrutura. O resultado desse processo foi a crescente deterioração da qualidade desses serviços, com impacto na competitividade dos produtos brasileiros.

timento está muito abaixo do mínimo necessário,⁵ de acordo com a experiência dos países desenvolvidos e das economias emergentes que mais avançaram para níveis de renda elevados. A pesquisa aponta, ainda, que seria preciso uma expansão na taxa de investimento entre 4,0% e 6,0% do PIB, investido durante vinte anos, para alcançar os níveis observados em países industrializados do leste asiático, como a Coreia do Sul (WORLD BANK, 2005).

Como já foi mencionado, a infraestrutura insuficiente afeta a produtividade do país e esse impacto pode ser observado no relatório *Competitividade Brasil 2014*, elaborado pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), que coloca o Brasil em penúltimo lugar no *ranking* de competitividade que comparou 15 países. Adicionalmente, o relatório *The Global Competitiveness Report 2014-2015*, do Fórum Econômico Mundial, classifica o Brasil em 57º lugar, em uma amostra de 144 países. Pelos critérios do Fórum, países como Polônia (43º), Panamá (48º), Cazaquistão (50º), Costa Rica (51º), Filipinas (52º), Bulgária (54º) e África do Sul (56º) são atualmente mais competitivos que o Brasil (WORLD ECONOMIC FORUM, 2015).

Considerando a média de todos os requisitos básicos ligados à infraestrutura, a classificação geral do Brasil foi o 76º lugar, abaixo de países latino-americanos como Chile (69º) e México (65º). Desagregando a análise por segmentos, verifica-se que o Brasil está mal posicionado em infraestrutura logística: portos (122ª colocação), aeroportos (113º), rodovias (122º) e ferrovias (95º); e apresenta um resultado mediano na oferta de energia (89ª colocação). Os melhores indicadores são os relacionados à oferta de telefonia móvel (37º)

⁵ Segundo o referido estudo, a relação investimento em infraestrutura/PIB da ordem de 3,0% seria suficiente apenas para manter o estoque de capital existente (1%), acompanhar o crescimento e as necessidades da população (1,3%) e, progressivamente, universalizar os serviços de água/saneamento (0,6% em vinte anos) e eletricidade (0,1% em cinco anos).

e fixa (51°) e à disponibilidade de assentos em aeronaves (9°). No item específico sobre a qualidade geral da infraestrutura, o referido relatório classifica o Brasil em 120° lugar, novamente abaixo de Chile (50°) e México (69°).

Investimento em infraestrutura por meio de FIPs

Se, por um lado, o investimento em infraestrutura no Brasil está abaixo do nível ótimo, por outro lado, como o governo tem colocado a melhoria da infraestrutura no centro da agenda econômica visando acelerar o crescimento do PIB, há expectativa de grandes oportunidades de investimento nesse setor. Segundo Frischtak (2014), estimativas apontam que, entre 2015 e 2018, a média dos investimentos em infraestrutura deve atingir o montante de R\$ 146,5 bilhões, representando um crescimento aproximado de 20% frente ao patamar observado entre 2011 a 2013.

Os projetos demandarão intensa capacidade de financiamento, não somente público, mas também de outras fontes adequadas ao setor, que possui características de longa maturação dos investimentos. Esse cenário despertou interesse dos gestores de FIPs, de modo que o volume de recursos de fundos com foco em infraestrutura vem crescendo nos últimos anos, segundo a Latin American Private Equity & Venture Capital Association (LAVCA, 2013).

Conforme o relatório LAVCA 2013 Sector Focus: Infrastructure & Energy Report, no período de 2011-2013, os gestores de *private equity* da América Latina captaram um total de US\$ 3,9 bilhões para infraestrutura, por meio de 14 fundos específicos e também de fundos cuja estratégia engloba infraestrutura de forma parcial. Esse montante representa 20% do total de recursos captado para toda a região nesse período.

De acordo com o referido relatório, o Brasil captou a maioria dos recursos para infraestrutura na região, cerca de US\$ 3,6 bilhões por meio de oito fundos específicos. Esse montante representa 92% do valor total comprometido em FIPs e 62% do número de fundos de infraestrutura lançados na América Latina para o período em análise. Porém, cabe destacar que cerca de 66% do total comprometido por fundos de infraestrutura no Brasil estão direcionados a apenas dois FIPs.⁶ Segundo o relatório, ao final de 2013 havia 12 novos fundos buscando captar US\$ 5,7 bilhões para investimentos em infraestrutura no Brasil. Do início de 2014 até o momento de edição deste artigo, apenas um FIP de infraestrutura concluiu sua captação, da ordem de US\$ 1,5 bilhão, enquanto outros ainda estão evoluindo nesse processo. Para se traçar um paralelo, a média anual da captação de novos fundos de infraestrutura foi de US\$ 13,7 bilhões na América do Norte e de US\$ 1,7 bilhão na Ásia, entre 2008 e 2014.

Os dados da LAVCA apontam que das 66 transações ligadas à infraestrutura concluídas entre 2011 e 2012 na América Latina, o Brasil concentrou 50% delas, ou o equivalente a 61% do valor total investido. Nesse período, os gestores de FIPs brasileiros concentraram suas operações nos setores de energia, óleo e gás e telecomunicações.

De acordo com o relatório *2014 LAVCA Industry Data & Analysis*, a indústria de FIPs investiu cerca de US\$ 6,0 bilhões no Brasil em 2013, sendo que aproximadamente a metade foi investida em setores ligados a infraestrutura, a saber: logística (15%), telecomunicações (14%), óleo e gás (12%) e energia (11%). A partir desses dados, e considerando o gasto total com infraestrutura em 2013, observamos que, *grasso modo*, 3% do gasto total em infraestrutura no Brasil foi realizado por meio de FIPs. Essa cifra foi estimada pelos autores em torno de 15% no caso do Canadá e também de 3% para a Austrália.

⁶ Fundo P2 Brazil e Fundo BTG Pactual Infraestrutura II.

Entretanto, tais países investem aproximadamente 4% do PIB em infraestrutura, em termos agregados.

Investidores institucionais e infraestrutura

Em mercados desenvolvidos, os investidores institucionais são agentes iminentes a fundos de *private equity* ligados à infraestrutura, uma vez que são seus principais investidores.

Ativos de infraestrutura são atraentes para essa categoria de investidores, pois: (i) usualmente têm uma capacidade de geração de caixa robusta e previsível; (ii) apresentam custos marginais baixos devido à economia de escala; (iii) apresentam demanda com baixa elasticidade, uma vez que desempenham funções básicas e necessárias na economia; (iv) serviços de infraestrutura, como energia, têm poucos substitutos a curto prazo; (v) podem oferecer uma proteção contra a inflação, pois os preços e tarifas guardam relação com esse índice (tarifas de água, luz, pedágios etc.); (vi) têm vida útil muito longa (túneis, linhas de transmissão, pontes, estradas etc.), o que permite que o investidor faça o casamento de prazos, melhorando a gestão de seu *Asset Liability Management* (ALM); (vii) apresentam pouca correlação com as outras classes de ativos e com isso geram uma diversificação para os portfólios; entre outros motivos (RABBAT; LOVISOTTO, 2013).

Atualmente, em virtude da política de ajuste fiscal, a expansão da infraestrutura não poderá se basear na assunção de todo ônus pelo Estado, modelo que está definitivamente ultrapassado. Desse modo, será fundamental a constituição de um ambiente jurídico por meio de regras estáveis e consistentes, visando garantir uma razoável previsibilidade para estimular o investimento privado no setor de infraestrutura no Brasil.

Aspectos jurídicos, fiscais e regulatórios das PPPs

A instituição das PPPs

Como já relatado, as PPPs foram expressamente inseridas no ordenamento jurídico brasileiro pela Lei 11.079/2004. A inserção das PPPs no cenário jurídico nacional teve por objetivo regulamentar um instrumento de contratação que permitisse ao Estado utilizar recursos privados para financiamento de investimentos em infraestrutura e que contasse com arcabouço legal compatível com o vulto e a complexidade envolvidas em investimentos deste porte. Assim, as PPPs teriam por fundamento a diminuição dos gargalos de infraestrutura impeditivos do crescimento, sem agravar a situação fiscal do setor público.

Para tanto, a construção legal das PPPs teve como preocupação permitir que a Administração realize o pagamento aos concessionários dos empreendimentos não sustentáveis somente com a mera cobrança de tarifas e, ainda, autorizar a utilização da estrutura econômica e jurídica do já consolidado regime das concessões de serviço público (Lei 8.987/1995) para a contratação de serviços antes submetidos ao regime contratual previsto na Lei 8.666, de 21 de junho de 1993.

O objeto do contrato de PPP é amplo, contemplando desde a exploração de serviços públicos (rodovias, por exemplo) até a prestação de serviços administrativos ao poder público (como no caso da construção e manutenção de centros administrativos). Logo, o elemento central da caracterização do contrato da PPP reside na forma de remuneração do particular: a partir de contraprestações totais ou parciais do Estado.

Ademais, a Lei das PPPs previu diversos institutos destinados a aumentar a segurança do parceiro privado e, com isso, diminuir o custo do ente público no pagamento das contraprestações. Nesse

contexto, os contratos de PPPs devem trazer uma divisão objetiva de riscos do contrato, de modo a diminuir as incertezas quanto aos riscos que devem ser assumidos pelo parceiro privado.

De forma inédita, a Lei das PPPs regulamentou a prestação de garantias pelo Estado e vinculou expressamente a remuneração do particular ao seu desempenho, de modo a privilegiar as contratações com controle de resultados.

O artigo 2º dessa lei prevê duas modalidades de PPPs: concessões patrocinadas⁷ e administrativas. A diferença essencial entre as modalidades é a forma de remuneração do parceiro privado: na modalidade patrocinada, o parceiro privado é remunerado pela contraprestação pecuniária do poder concedente, em adição à cobrança de tarifas dos usuários, enquanto que na modalidade administrativa, o parceiro privado é remunerado exclusivamente pela Administração Pública, que será usuária direta ou indireta dos serviços.

Requisitos para a celebração de uma PPP

Embora o modelo de remuneração do parceiro privado seja elemento central para a caracterização das PPPs, não é somente esse fator que irá determinar se um projeto será ou não uma PPP, uma concessão comum ou mesmo um contrato administrativo tradicional, regido pela Lei 8.666/1993.

A Lei das PPPs estabeleceu, em seu artigo 2º, parágrafo 4º, parte dos requisitos para que seja firmado um contrato de PPP. Em todos os quesitos estabelecidos pelo citado artigo, tem-se presente a preo-

⁷ Há diversos autores que defendem a tese de que a PPP patrocinada já era conhecida no Direito brasileiro, embora na forma de concessão comum subsidiada. Portanto, a PPP patrocinada não seria uma novidade no ordenamento jurídico nacional.

cupação do legislador em reservar o contrato de PPP para empreendimentos complexos. Por envolverem a prestação de garantias de compromisso de pagamentos de longo prazo pelo Estado à instituição, os contratos de PPP não podem ser utilizados para contratações rotineiras, que poderiam ser supridas pelo regime regular de licitação. Nessa linha, os incisos I e II desse mesmo parágrafo instituíram condicionantes objetivas para a celebração de PPPs pelo poder público: prazo mínimo de cinco anos e limite superior a R\$ 20 milhões.

Por sua vez, o requisito constante do inciso III do artigo 4º, ou seja, a proibição de que o objeto seja exclusivamente fornecimento de mão de obra, equipamentos ou execução de obra pública, demanda uma maior reflexão do leitor.

Para se definir o real alcance do dispositivo, deve-se partir de uma interpretação teleológica do artigo, que, para alguns doutrinadores, apresenta motivação de natureza econômica, pois um dos problemas dos tradicionais contratos de obras é o desinteresse econômico do contratado pela boa execução do contrato. O único risco da má execução é o de a Administração recusar o recebimento do objeto. Nos contratos de PPP, a boa ou má qualidade das obras ou bens utilizados na infraestrutura repercutirá diretamente na determinação do valor a ser recebido pelo parceiro privado. Isso deve gerar, para ele, um interesse próprio de bem executar a parte relativa à infraestrutura (SUNDFELD, 2005).

Portanto, o objetivo da previsão legal foi o de assegurar que o objeto dos contratos de PPP fosse resultado da conjugação entre investimentos na infraestrutura, prestação do serviço e gestão da atividade. O objeto de um contrato de PPP deve ser de tal forma complexo, que as atividades de empreitada e prestação de serviços sejam indissociáveis durante a execução da atividade concedida. São contratos direcionados a objetos complexos.

O Tribunal de Contas da União (TCU) chegou a esse entendimento ao julgar a PPP administrativa do Complexo Datacenter do Banco do Brasil e da Caixa Econômica Federal, cujo objeto foi a construção, operação e manutenção da infraestrutura predial do Complexo Datacenter. Segundo o Tribunal, para que se possibilite a celebração de PPPs, o objeto deve se caracterizar como uma única unidade econômico-jurídica, na qual não seja possível cindi-la em diversos contratos menores, sem prejuízo para a viabilidade do projeto.

Além dos requisitos observados em seu artigo 4º, a Lei das PPPs traçou diversos requisitos de cunho fiscal. Como dito antes, a PPP importa em compromisso de pagamentos de longo prazo pelo poder público, que podem impactar significativamente o nível de endividamento ou o comprometimento das receitas do Estado. Nesse contexto, o artigo 10 da Lei das PPPs previu uma série de obrigações a cargo do poder concedente, no sentido de cercar o processo de PPPs com as cautelas necessárias. Entre as obrigações postas no artigo 10, destacam-se aquelas relativas à hígidez fiscal do setor público, como, entre outras previsões, a obrigação de elaboração de estimativa do impacto orçamentário-financeiro nos exercícios em que deva vigorar o contrato de parceria público-privada e a declaração do ordenador da despesa de que as obrigações contraídas pela Administração Pública no decorrer do contrato são compatíveis com a Lei de Diretrizes Orçamentárias e estão previstas na Lei Orçamentária Anual.

Como visto, a Lei das PPPs foi construída sem perder-se de vista o cumprimento da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), que institucionalizou o controle dos gastos de estados e municípios. As PPPs não poderiam ser utilizadas como um instrumento para flexibilizar o compromisso do Estado com o equilíbrio das contas públicas. Com esse mister, o artigo 10 da Lei das PPPs refletiu tanto o controle de estoque da dívida (revelado pelo dever de cumprimento dos

artigos 29, 30 e 32 da LRF), como de seu fluxo, como demonstra, por exemplo, o inciso IV.

Com o mesmo objetivo, o artigo 28 da Lei das PPPs previu que a União não poderá conceder garantia ou realizar transferência voluntária aos estados, Distrito Federal e municípios se a soma das despesas de caráter continuado derivadas do conjunto das parcerias já contratadas por esses tiver excedido, no ano anterior, a 5% da receita corrente líquida daquele exercício ou se as despesas anuais dos contratos vigentes nos dez anos subsequentes excederem a 5% da receita corrente líquida projetada para os respectivos exercícios.

A remuneração do parceiro privado e o aporte antecipado de recursos

Um dos principais entraves em que incorria o modelo inicialmente pensado para as PPPs era a impossibilidade de o parceiro privado auferir receita antes da entrega do serviço. De acordo com o artigo 7º da Lei das PPPs, a contraprestação da Administração Pública será obrigatoriamente precedida da entrega do serviço, ainda que parcial.

A norma segue a premissa de que nas PPPs o parceiro privado deve captar os recursos necessários ao projeto, para, somente após o cumprimento dos serviços, começar a ser remunerado pelo parceiro público. A ideia era permitir a alavancagem dos investimentos públicos, tendo em vista que os pagamentos do ente público seriam diferidos, facilitando a administração do fluxo de caixa, viabilizando, assim, o atendimento de um maior número de demandas da sociedade.

Entretanto, como resultado, tinha-se um grande lapso temporal entre a realização da despesa pelo particular e o pagamento feito pelo parceiro público, o que dificultava a realização dos investimentos mais vultosos, devido a problemas no fluxo financeiro do projeto. Ademais, o Estado via-se obrigado a remunerar o parceiro privado pelo tempo

decorrido entre a realização da despesa e o efetivo pagamento da contraprestação, associada a um maior custo tributário, pois todo o valor de contraprestação (operação e investimento) era reconhecido como receita pelo privado, ainda que parte relevante da contraprestação fosse destinada a custear os investimentos já realizados pelo privado.

A solução encontrada pelo legislador foi a instituição da figura do aporte de recursos, previsto no artigo 6º da Lei das PPPs, com a edição da Lei 12.766, de 27 de dezembro de 2012. Em uma primeira leitura, pode haver indução a uma identificação entre a figura de contraprestação pública e o aporte de recursos. Entretanto, eles não se confundem, de modo que é importante esclarecer a natureza das verbas. O aporte não constitui uma remuneração do parceiro privado, tanto que não há qualquer correspondência com o desempenho da Sociedade de Propósito Específico (SPE) responsável pela execução do projeto. Diferentemente da contraprestação, os recursos do aporte não são incorporados em definitivo pelo parceiro privado, pois ficam imantados ao ente público sob a forma de bem reversível.

Desse modo, pela sistemática de aporte, em concessões que compreendam investimentos do particular em bens que vão se incorporar ao patrimônio público (a lei fala em recurso para realização de obras e aquisição de bens reversíveis), permite-se que o concessionário receba recursos públicos concomitantemente à realização dos investimentos, antes mesmo de iniciar a prestação dos serviços (artigo 6º, parágrafo 2º).⁸

Como condições para o aporte, a lei estabelece que: (i) haja investimentos exigidos do particular a título do custo de formação da infraestrutura para prestação dos serviços (obras ou bens); (ii) esses investimentos sejam incorporados ao patrimônio público (sejam reversíveis); e (iii) haja previsão no edital de licitação, sendo que

⁸ Para mais informações, consultar (MARQUES NETO, 2015).

nos contratos anteriores à Lei 12.766/2012 deve existir autorização expressa em lei específica para transferência de tais recursos.

Assim, foi facultado ao Estado realizar transferências de recursos ao parceiro privado para a realização de obras, de forma proporcional à efetiva realização da despesa, devendo seu resultado ser reconhecido no balanço da SPE para fins de tributação, somente na proporção em que os custos da obra sejam realizados.

Em resumo, ao permitir a realização do aporte de modo concomitante à realização dos investimentos, evita-se o encargo advindo da vedação ao pagamento da contraprestação enquanto não disponibilizados os serviços. Na prática, tal vedação forçava o parceiro privado a realizar todos os investimentos sem ter direito a nenhuma receita. Com a possibilidade de recebimento do aporte durante a fase de investimentos, este custo é diminuído de forma relevante. Além disso, a Lei 12.766/2012 conferiu tratamento tributário diferenciado ao aporte, que poderá implicar em um resultado tributário nulo para fins do Imposto sobre a Renda das Pessoas Jurídicas (IRPJ) e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), além do diferimento do pagamento do Programa de Integração Social (PIS) e da Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins).

Desse modo, não podemos negar o grande avanço em um ponto tradicionalmente questionado por estados e municípios, que se viam onerados nas suas PPPs em virtude dos altos valores de tributos devidos à União.

A garantia pública no contexto das parcerias público-privadas

Para garantir a viabilidade econômica e a sustentabilidade de uma PPP, é fundamental que o poder concedente garanta o pagamento de

contraprestações pecuniárias, por meio de mecanismos previamente definidos e estruturados.

Assim, para mitigar os riscos de inadimplemento da contraprestação pública e das obrigações pecuniárias assumidas com o parceiro privado, a Lei das PPPs previu diversas modalidades de garantia, em seu artigo 8º. Como exemplo, podemos destacar o penhor, a hipoteca, a alienação fiduciária de bens e ativos, a cessão fiduciária de créditos, a fiança etc.

Não obstante a lei preveja diversas modalidades de garantias a serem prestadas pelo poder público, uma das principais dificuldades a ser superada dentro do contexto das PPPs diz respeito, especificamente a estruturação e segurança jurídica das garantias de pagamento prestadas pelo parceiro público, haja vista os diversos questionamentos existentes sobre a validade jurídica das garantias constituídas. Isso porque, a referida contrapartida visa mitigar ou eliminar o risco de inadimplência do ente público, fato que, considerando os valores investidos nos projetos de PPPs, pode ser determinante para a saúde financeira do investidor privado nos projetos de PPPs.

Sob o ponto de vista jurídico, as garantias devem ser analisadas a partir das perspectivas da outorga (validade e segurança dos direitos sobre a garantia) e da execução (extrajudicial e automática).

As garantias e restrições para utilização

Vale ressaltar que algumas modalidades previstas em lei, como a garantia prestada por fundos, não tiveram aplicabilidade até o presente momento, como, por exemplo, o Fundo Garantidor de Parcerias Pú-

blico-Privadas (FGP),⁹ destinado a garantir as obrigações pecuniárias¹⁰ nos contratos de PPP. Nesse tocante, cabe destacar, ainda, que no âmbito federal existe apenas um projeto de PPP executado.

A despeito do FGP não ter aplicabilidade prática, alguns estados já constituíram fundos garantidores, visando oferecer garantias financeiras aos parceiros privados para a cobertura das contraprestações dos projetos contratados via PPP.

A ausência de utilização dos fundos já constituídos – FGP e fundos estaduais – decorre do desconforto dos agentes privados em aceitar esse tipo de garantia, em virtude da falta de personalidade jurídica independente desses fundos em relação ao ente público e também devido ao conflito de interesse do ente público, que detém a prerrogativa de liberação dos recursos nos casos de acionamento das garantias.

Para fundamentar a análise apresentada neste artigo, foram avaliados 28 projetos de PPPs em fase de operação, em diversos estados e

⁹ O FGP, cujo cotista único é a União, é administrado pelo Banco do Brasil e tem como objetivo o provimento de garantias para pagamento de obrigações pecuniárias assumidas pela União e parceiros públicos federais. Foi estabelecido pela Lei das PPPs.

¹⁰ Com a edição da Lei 12.766/2012, houve a ampliação do escopo do FGP, permitindo que seja utilizado também por estados. Oliveira, Marcato e Scazufca (2013) destacam que, apesar de a lei ter contemplado, ainda que parcialmente, que o FGP provesse garantias a PPPs de estados, não foi definida a forma da remuneração dessa garantia ao FGP pelos parceiros privados e entes públicos, abrindo uma brecha para a violação do artigo 40 da LRF. Oliveira, Marcato e Scazufca (2013) propõem uma complementação à mencionada lei, de modo que os parceiros privados possam contratar um seguro garantia emitido pelo FGP, que por seu turno demandaria uma contragarantia da União. Essa poderia reassegurar o provisionamento da garantia concedida ao ente da federação, por meio da vinculação do fundo de participação aplicável ou de receitas tributárias.

municípios do Brasil.¹¹ A tabela completa com a lista dos projetos pesquisados está disposta no Apêndice A. Sob a ótica das garantias, foi possível concluir que as principais modalidades apresentadas foram: (i) recursos oriundos do Fundo de Participação dos Estados (FPE) e do Fundo de Participação dos Municípios (FPM); (ii) rendimentos da conta do Tesouro; (iii) cessão de créditos do banco de desenvolvimento do governo do estado contra empresa privada, decorrente de financiamento; (iv) receitas tarifárias da arrecadação de Bilhete Único; (v) cessão de créditos decorrentes de *royalties* de petróleo.

Por uma perspectiva jurídica, as garantias ideais a serem prestadas, considerando a realidade de estados e municípios, são: (i) receitas patrimoniais de boa qualidade (estabilidade, índice de cobertura, baixa correlação com ativo garantido, sincronismo entre fluxo e pagamentos públicos); (ii) autorização legal para aporte de capital em empresa pública/fundo garantidor; (iii) vinculação de recebíveis para empresa pública/fundo garantidor; (iv) cessão de todo o fluxo ao concessionário; e (v) contratação de agente fiduciário privado, com poderes para execução extrajudicial da garantia (contratos de agente fiduciário, administração de contas e custódia) (RIBEIRO, 2014).

Cabe destacar que, além da regulamentação federal, estados como Minas Gerais, São Paulo, Bahia, Rio de Janeiro, Amazonas e Rio Grande do Sul já editaram leis específicas para a contratação de projetos sob a égide das PPPs. Também observou-se um considerável número de municípios com legislação específica para PPPs, entre os quais é possível citar São Paulo, Belo Horizonte, Manaus, Curitiba, Natal, Rio de Janeiro e Porto Alegre.

¹¹ A pesquisa sobre as PPPs avaliadas foi realizada pela seguinte equipe: Ana Paula Bernardino, Rafael Petrocelli, Pablo Arconada, Juliana Pessoa, Fernando Castilhos e Renata Almeida, além dos autores deste artigo.

Conforme mencionado anteriormente, ao analisar os dados dos projetos de PPPs pesquisados neste artigo, verificou-se que os pacotes de garantias oferecidos pelos entes públicos são muito diversificados, não havendo um modelo específico, devido à dificuldade de estados e municípios em ofertarem garantias. Essa restrição representa o maior entrave para o desenvolvimento das PPPs no Brasil (OLIVEIRA; MARCATO; SCAZUFCA, 2013). Uma vez que o ente público é o responsável pelo pagamento às empresas que realizam a construção e a operação dos projetos, mas não dispõe de mecanismos de garantias explícitos, há relutância por parte de grupos econômicos e investidores institucionais, que poderiam se candidatar a participar do capital societário e fomentar um maior número de PPPs, bem como permitir mais concorrência nos processos licitatórios, o que poderia gerar economicidade na realização das obras.

A despeito das dificuldades no provimento de garantias, os estados de Minas Gerais e São Paulo constituíram, respectivamente, a Empresa Mineira de Parcerias (Emip) e a Companhia Paulista de Participações (CPP), a fim de oferecerem garantias financeiras para a cobertura das contraprestações para alguns dos projetos contratados via PPP. Essas empresas, em caso de inadimplemento por parte do ente público, têm mecanismos que permitem ao parceiro privado o direito de ressarcimento de pagamentos pendentes. Esse processo é mais célere e eficiente do que um trâmite judicial envolvendo o regime de pagamento de precatórios.¹²

¹² Maurício Portugal recomenda a criação de um sistema de *rating* para a dívida dos entes subnacionais que contemplem a obrigação de pagamento de precatórios, porém o referido tema foge ao escopo deste artigo (informação verbal). A ideia (de criar um sistema de *rating* para obrigações contratuais que contemplem pagamentos às empresas privadas) foi exposta por Maurício Portugal na apresentação realizada no evento “Seminário PPP: Resultados e Perspectivas”, na Bahia, em setembro de 2014 (RIBEIRO, 2014).

Considerando que as PPPs são projetos de longo prazo, o risco de inadimplência do ente público para o parceiro privado é substancial. Na hipótese do inadimplemento ocorrer durante a fase de operação, por exemplo, a SPE já terá desembolsado valores expressivos com as obras, com o custeio operacional e com as obrigações financeiras relativas aos endividamentos contratados.

Em virtude do previsto na LRF, os pagamentos das contraprestações e, eventualmente, das garantias ofertadas aos parceiros privados deverão ser controlados pelas autoridades fazendárias. Por consequência, há restrição quanto aos recursos orçamentários passíveis de serem dispostos para honrar os projetos de PPPs. Devido às referidas restrições e à maior capacidade de geração de receita por parte dos estados e grandes municípios, entende-se que esses têm mais potencial de execução de projetos de PPPs.

O artigo 167 da Constituição veda a vinculação de receitas resultantes de impostos a órgãos, fundos ou despesas, entretanto autoriza a repartição do produto da arrecadação dos impostos a que se referem os artigos 158 e 159 aos estados e municípios. Diante disso, há o entendimento de algumas procuradorias estaduais, como na Bahia, de que a arrecadação do FPE, assim como a do FPM, seria passível de servir como lastro para o provimento de garantias aos parceiros privados, pois o produto da arrecadação não tem natureza tributária.

Assim, visando uma maior segurança jurídica para os parceiros privados, é possível afirmar que os recursos que não tenham origem tributária e que não se constituam em fontes de endividamento para o setor público podem ser dados em garantia nos projetos de PPPs, como, por exemplo: (i) *royalties* ou similares (advindos da exploração de petróleo, dos recursos de mitigação de impacto da construção de usinas de energia ou de outros grandes investimentos com impacto sobre a economia e o meio ambiente); (ii) direitos de uso de bens

públicos (outorgas de concessões, rendas de cessões de uso onerosas, rendas de permissão de uso); e (iii) direitos de passagem (pagos por concessionárias de serviços públicos de infraestrutura, tais como direitos de passagem de fibras óticas, direitos de uso de malha rodoviária/ferroviária/fluvial, ou cessão de direitos de exploração de rios e barragens), entre outros.

Nesse sentido, identificamos que as garantias públicas estarão aptas a promover a qualificação do projeto se os seguintes pressupostos forem observados: (i) os ativos ofertados possuem liquidez e foram avaliados de modo correto; (ii) a modalidade utilizada permitirá o acesso célere e imediato aos ativos em caso de inadimplência comprovada; e (iii) os ativos são suficientes para manter a remuneração do parceiro privado enquanto durar uma eventual inadimplência do parceiro público.

Desse modo, se as garantias forem adequadamente estruturadas, contribuirão de forma relevante para o aumento da consolidação do modelo contratual de PPPs, pois representarão um benefício relevante ao parceiro privado.

Diagnósticos das PPPs como uma classe de ativo

O impacto das finanças públicas no investimento em PPPs

A baixa disponibilidade de recursos para o provimento de garantias assim como o baixo nível de investimento em infraestrutura ocorrem também no âmbito regional, conforme pode ser observado na Tabela 1 a seguir, que apresenta a contabilidade fiscal dos estados brasileiros no ano de 2013. Registrou-se que a média do investimento agregado como percentual da despesa corrente para todos os estados foi em torno de 8%.

Tabela 1

Resumo do resultado fiscal dos estados brasileiros no ano de 2013 (em R\$ milhões)

Estados	Meta resultado primário LDO (A)	Resultado primário apurado (B)	Hiato da meta (C=B-A)	Despesas totais – correntes e capital (D)	Investimento desempenhado acumulado (E)	Razão investimento/despesas (E/D)
AC	(259,01)	(412,80)	(153,79)	5.718,29	890,06	15,57%
AL	503,84	310,17	(193,67)	8.640,02	837,33	9,69%
AM	(267,38)	(659,16)	(391,78)	15.206,96	2.406,38	15,82%
AP	(87,49)	(116,76)	(29,27)	5.201,09	504,10	9,69%
BA	(1.688,31)	300,87	1.989,18	38.695,65	2.037,26	5,26%
CE	313,46	637,83	324,37	7.780,90	2.239,12	28,78%
DF	(508,06)	1.189,48	1.697,55	21.650,19	2.180,61	10,07%
ES	293,24	(316,51)	(609,75)	13.878,73	1.414,94	10,20%
GO	110,00	215,95	105,95	26.826,06	1.552,63	5,79%
MA	(315,22)	(308,28)	6,94	15.928,84	1.365,66	8,57%
MG	2.498,29	(86,16)	(2.584,45)	73.135,13	1.155,75	1,58%
MS	440,71	65,82	(374,89)	12.332,61	1.042,29	8,45%
MT	(1.214,42)	(658,28)	556,14	13.992,81	1.783,38	12,74%
PA	88,32	513,57	425,25	18.257,06	1.194,41	6,54%
PB	150,06	(77,75)	(227,81)	10.065,68	857,16	8,52%
PE	278,57	(1.094,90)	(1.373,47)	29.559,06	2.856,88	9,66%
PI	350,00	(424,89)	(774,89)	8.045,27	1.051,09	13,06%
PR	1.136,62	2.294,32	1.157,70	36.093,77	1.007,82	2,79%
RJ	4.201,07	4.704,25	503,18	82.119,93	6.678,19	8,13%
RN	0,00	119,66	119,66	11.376,73	246,34	2,17%

(Continua)

(Continuação)

Estados	Meta resultado primário LDO (A)	Resultado primário apurado (B)	Hiato da meta (C=B-A)	Despesas totais – correntes e capital (D)	Investimento desempenhado acumulado (E)	Razão investimento/despesas (E/D)
RO	159,00	(382,06)	(541,07)	7.608,72	395,42	5,20%
RR	16,72	(1.034,62)	(1.051,34)	4.665,52	276,03	5,92%
RS	1.653,48	623,85	(1.029,63)	41.115,48	958,42	2,33%
SC	1.522,82	295,56	(1.227,27)	21.804,84	1.033,66	4,74%
SE	17,39	95,30	77,91	7.843,31	218,76	2,79%
SP	3.495,00	4.402,52	907,52	182.766,92	9.129,60	5,00%
TO	(550,11)	(51,86)	498,25	7.399,85	556,22	7,52%

Fonte: Elaboração própria, com base em dados obtidos no Sistema de Coleta de Dados Contábeis dos Entes da Federação (SISTN).

Apesar da elevação da carga tributária brasileira, que saiu do patamar de 25% do PIB, em 1995, para o valor atual próximo a 35%, a taxa de investimento em infraestrutura como percentual do PIB decresceu de 3,5% a 2% no referido período, o que é refletido no baixo percentual investido em infraestrutura no âmbito regional, como demonstrado na Tabela 1.

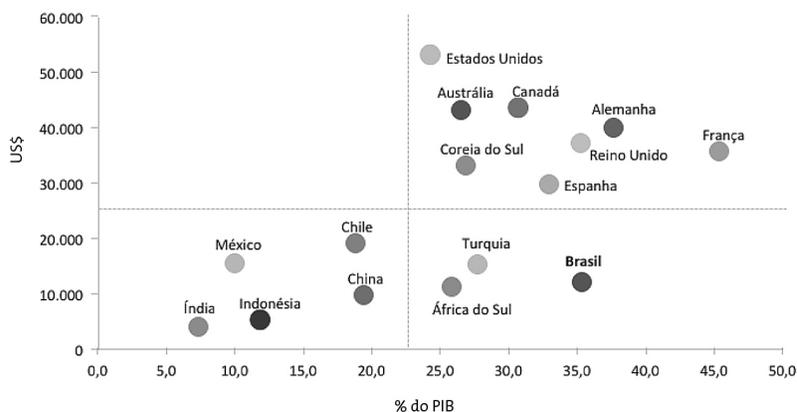
Nesse sentido, o Gráfico 1 a seguir, apresenta a posição relativa do Brasil em comparação a alguns países, utilizando-se o PIB *per capita* como medida do bem-estar da população e o percentual da carga tributária¹³ com base no PIB, para corroborar a referida per-

¹³ Castelar (2013) aborda que apenas 30% do aumento da carga tributária de 25% para 35%, entre 1994 e 2012, seria suficiente para manter o nível de investimento em 22%, contra os 17,5% atuais. Apesar da elevação da carga tributária, segundo Giambiagi (2014), o governo brasileiro ainda conta com restrição orçamentária e baixa taxa de poupança interna.

cepção. Segundo Afonso (2013), o Brasil, diferentemente de outros países emergentes, não precisa aumentar sua arrecadação para o equacionamento das demandas sociais. Desde as renegociações das dívidas dos estados com a União, na década de 1990, o Governo Federal retomou o processo de controle da arrecadação fiscal, o que é corroborado pela queda da arrecadação agregada dos governos estaduais – representavam 27,64% do total arrecadado, em 2000, e passaram a representar 25,48%, em 2012.

Gráfico 1

Carga tributária (em % do PIB) e PIB per capita (em US\$) – 2014



Fonte: Elaboração própria, com base em dados obtidos no *site* da Heritage Foundation (2015).

Potencialmente, a maior parte dos projetos de PPP se desenvolveria nas esferas de governo estadual e municipal, em projetos de atendimento às populações locais, como escolas, hospitais, iluminação pública e tratamento de resíduos, cujos valores de investimento são relativamente baixos, normalmente abaixo de R\$ 300 milhões.

A experiência internacional fundamentada nos mercados de capitais

O amplo desenvolvimento das PPPs em países como Austrália, Canadá e, mais recentemente, Alemanha foi possível, entre outros motivos, pela independência fiscal das entidades subnacionais que contam, inclusive, com a possibilidade de emissão de dívida mobiliária nos mercados de capitais, passando a dispor desse relevante canal de financiamento a projetos de infraestrutura. Na Alemanha, por exemplo, os 16 estados da federação dispõem de dívida pública mobiliária negociada no mercado de capitais, sendo interessante observar que o *spread* de risco desses títulos varia consideravelmente, tendo como base o título da República. Para referenciar, Schulz e Wolf (2008) avaliaram que, em uma amostragem de bônus emitidos pelos estados alemães entre 1992 e 2007 com prazos de vencimento entre quatro e sete anos, o *spread* médio do estado com melhor gerenciamento orçamentário foi de aproximadamente 8%. No extremo oposto, o estado com pior desempenho fiscal obteve *spread* médio de 28%.

Ainda sob a ótica do mercado de capitais, os autores identificaram a existência de seis FIPs internacionais com foco específico em projetos de PPPs, com atuação concentrada na Europa e capital total disponível para investimento de cerca de US\$ 2,5 bilhões. Como já mencionado, foram captados cerca US\$ 3,6 bilhões por meio de oito fundos específicos para infraestrutura no Brasil, sem perspectiva de investimento em PPPs. Da lista apresentada no Apêndice A, não há registro de fundos de investimento com participação acionária nos projetos de PPPs.

Em contrapartida, ainda conforme dados do Apêndice A, observa-se um número expressivo de empresas do setor de construção como participantes recorrentes nas SPEs que têm como objetivo a construção, operação e manutenção dos ativos dos projetos de PPP.

Além disso, verifica-se que tais empresas são responsáveis pela obtenção de financiamento integral do projeto, tendo a obrigação de transferir os ativos à administração pública ao fim do contrato.

A tônica do risco de sobrecusto

Um dos fatores que afastam a participação de FIPs nos projetos de PPP é a materialidade do risco de sobrecusto¹⁴ nos projetos de infraestrutura no Brasil. A avaliação empírica do risco de sobrecusto ainda é incipiente no país, com poucas avaliações quantitativas. No exterior, pioneiramente, Flyvbjerg, Holm, e Buhl (2003) realizaram um estudo sobre o risco de sobrecusto em 258 projetos de infraestrutura de transportes na Europa. Posteriormente, Cantarelli e outros (2012) e Makovsek (2013) realizaram estudos com dois subgrupos de projetos de infraestrutura de transportes. O primeiro incluía projetos realizados com recursos provenientes dos orçamentos públicos, enquanto o segundo considerava projetos realizados sob o escopo de *project finance*, em que os sócios das SPEs não recebiam nenhum tipo de recurso durante a realização das obras e ainda eram integralmente responsáveis pela estruturação do financiamento, utilizando *project bonds* na maior parte dos casos.

Nesses estudos foi constatado que o risco de sobrecusto no escopo de *project finance*¹⁵ é menor do que o observado em projetos

¹⁴ O risco de sobrecusto é obtido a partir da razão da diferença entre o custo efetivo do projeto após o término de execução das obras e a expectativa de custo do projeto anterior à execução (normalmente calculado durante as fases de elaboração do projeto básico ou executivo), e a expectativa do valor do custo do projeto.

¹⁵ Blanc-Brude (2013) e Gatti (2013) argumentam que o risco de sobrecusto, quando os projetos são baseados no formato de *project finance*, é repassado ao consórcio responsável pela construção, que via de regra adquire seguros para mitigar esse tipo de risco.

que utilizaram recursos públicos para o pagamento aos executores durante o período de construção. Os referidos autores indicam que o risco de sobrecusto é sistematicamente superior em projetos contratados pela esfera pública. Ou seja, a transferência do risco de sobrecusto para o parceiro privado é altamente recomendável, sendo essa uma das vantagens das PPPs.

O sobrecusto na fase de construção está diretamente relacionado ao risco moral,¹⁶ resultante da composição acionária das SPEs. Por exemplo, caso haja participação acionária significativa de empresas de construção nas SPEs, não existirão incentivos para mitigação e controle do risco de sobrecusto.

No caso brasileiro, na maioria dos contratos de PPPs o risco de sobrecusto ainda não é repassado explicitamente aos parceiros privados,¹⁷ mesmo quando as empresas mais preparadas, capazes de realizar obras com baixo custo e elevada qualidade, são integrantes das SPEs responsáveis pela execução dos projetos. O reduzido incentivo para o controle de risco de sobrecusto é decorrente da existência, nos contratos, de cláusulas compensatórias que permitem o reequilíbrio econômico-financeiro.

Diante das dificuldades do tratamento do risco moral na contratação de projetos de infraestrutura, especialmente em relação ao risco de sobrecusto durante a etapa de construção, o tesouro do Reino Unido recomenda a transferência integral do risco de cons-

¹⁶ O risco moral está relacionado à assimetria de informações em transações, na qual uma das partes envolvidas detém mais informações que as demais. Nos casos de projetos de infraestrutura, Jahrem e Ashe (1990) e Williams, Milles e Moore (1999) avaliaram que há correlação entre o preço com deságio, apresentado em processos licitatórios, e o sobrecusto ao final da execução das obras.

¹⁷ Blanc-Brude (2013) preocupa-se com a formatação inadequada dos contratos de concessões e de PPPs que elevam os custos dos projetos públicos, por sua vez arcados pelos contribuintes.

trução aos parceiros privados, em especial no formato de projetos de PPPs.

Ainda não há uma amostra significativa de projetos concluídos para realizar uma análise quantitativa sobre o risco de sobrecusto no âmbito das PPPs no Brasil. Entretanto, considerando a dominância de participação de grupos de construção nas SPEs e a ausência de investidores institucionais, pode-se inferir que, preponderantemente, o risco de sobrecusto ainda está sob a responsabilidade do ente público.

Duffield (2008) realizou uma comparação da frequência de sobrecustos em 25 projetos de PPPs e 42 projetos contratados por entidades governamentais sob a égide da concorrência pública convencional,¹⁸ na Austrália. A Tabela 2 resume os resultados obtidos, que demonstram que o risco de sobrecusto em projetos de PPPs é menor do que aquele observado no caso comparável, com significância estatística representativa. Na pesquisa realizada, os projetos de PPPs foram totalmente desenvolvidos sob a lógica de *project finance*, na qual: os sócios das SPEs são integralmente responsáveis pela constituição da estrutura de capital do projeto; o financiamento é provido pelo mercado, na maior parte dos casos na forma de *project bonds*; e a garantia fundamental é o fluxo de caixa do próprio projeto, obtido a partir das receitas oriundas dos pagamentos das unidades de governo contratantes.

¹⁸ Entende-se como concorrência pública convencional o processo de licitação em que projetos são contratados pelo governo para execução de obras. As empresas contratadas, normalmente, recebem os pagamentos do ente público até a conclusão da etapa de construção, porém a responsabilidade pela operação do ativo caberá a uma entidade pública. No Brasil, a Lei 8.666/1993 regulamenta essa forma de contratação.

Tabela 2

Comparação do sobrecusto apresentado em projetos realizados por meio de PPPs e contratação direta, na Austrália

Projetos	Fase: preparação de orçamento	Fase: efetiva contratação
PPPs	7,8%	4,3%
Projetos convencionais	19,7%	18,0%
Diferença	11,9%	13,7%

Fonte: Duffield (2008).

Pela lógica, as conclusões do referido estudo poderiam se aplicar no caso brasileiro. Entretanto, não há informações disponíveis suficientes para análise do sobrecusto dos projetos de PPPs no Brasil. A introdução desse tipo de controle é altamente recomendável para verificação do denominado *value for money*¹⁹ dos projetos de PPPs.

A repartição dos riscos de projetos de infraestrutura entre entes públicos e parceiros privados é provavelmente o elemento mais importante dos editais de licitação. De acordo com Nóbrega (2010), idealmente, na matriz de riscos de um projeto, cada um dos riscos identificados deveria ser assumido pelo agente mais capaz de influenciar o correspondente fator de risco, para maximização dos ganhos econômicos dos projetos.

No Brasil, alguns contratos de PPPs podem resultar de um estudo preliminar desenvolvido por parceiros privados, por meio do Procedimento de Manifestação de Interesse (PMI).²⁰ Caso as equipes técnicas dos entes públicos não estejam bem preparadas para avaliação dos riscos dos projetos, criando um cenário de elevada assimetria de

¹⁹ *Value for money*: “o valor presente dos pagamentos realizados pelo governo ao setor privado durante a vida do projeto deve ser menor no caso de uma PPP quando comparado a uma construção e operação pelo setor público” – público” (PwC, 2005).

²⁰ Por meio de um PMI, os parceiros privados podem propor aos entes públicos projetos de infraestrutura de interesse público.

informações, é possível que a alocação dos riscos nos contratos, em especial aos relacionados à etapa de construção, não seja a opção mais adequada.

Muitas vezes há deficiência na formulação dos mecanismos de alinhamento de interesses entre o ente público e o parceiro privado. Uma das consequências é a relevante participação de grupos econômicos nas SPEs que têm empresas coligadas do segmento de construção, não gerando incentivos para a otimização do custo de *capital expenditure* (Capex), o que é agravado pela possibilidade de repactuação de equilíbrio econômico-financeiro dos contratos. Como conclusão, pode-se inferir que a rentabilidade para esses grupos econômicos advém das elevadas margens de contribuição existentes na fase de construção. Essa análise pode explicar o interesse de grupos econômicos fortemente atuantes no segmento de construção em participar como sócios nas SPEs em inúmeras PPPs no Brasil.

Resumo do caso brasileiro

A reduzida participação de FIPs em PPPs é consequência de diversos fatores, entre os quais: (i) a incapacidade de gestão e origem de um relevante número de projetos por parte das unidades administrativas de estados e municípios; e (ii) a explícita fragilidade fiscal e orçamentária dessas unidades, que apresentam dificuldades para gerar garantias aceitáveis.

Os dois fatores destacados estão intimamente relacionados. A maior parcela da arrecadação de impostos e contribuições está concentrada na União, que redistribui parte dos recursos por meio do FPM e do FPE. A União determina também os termos de renegociação das dívidas dos estados e define a liberação para contratação de financiamentos e concessão de garantias. Ou seja, as unidades subnacionais detêm pouca autonomia fiscal e financeira para o desen-

volvimento de projetos de infraestrutura de uma forma mais ampla e para a utilização de mecanismos de financiamento por meio do mercado de capitais.

Para a promoção do investimento de longo prazo, é fundamental haver um ambiente de negócios com arcabouço regulatório estável, nos quais fornecedores, empresas, clientes, empregados e governo possam planejar racionalmente as decisões. O ambiente para as PPPs no Brasil permanece num estágio ainda embrionário e de latente fragilidade com respeito a esses aspectos, o que se reflete no número limitado de projetos e em um desinteresse em larga escala por parte de investidores de longo prazo, em especial de investidores institucionais por meio de FIPs.

Alternativas para atração de investidores institucionais para as PPPs

O desenvolvimento de ações com objetivo de atrair capitais privados para intensificar os investimentos em infraestrutura vem ocorrendo no Brasil desde o processo de estabilização da economia, iniciado nos anos 1990. Objetiva-se fundamentalmente que os recursos privados passem a integrar um montante significativo para o desenvolvimento da infraestrutura. A mudança mais recente e impactante nesse aspecto refere-se à Lei 12.431, de 24 de junho de 2011, que instituiu as debêntures de infraestrutura, passíveis de utilização para financiamento de projetos de infraestrutura (inclusive PPPs), o que está em linha com as práticas apresentadas no tópico anterior. Destaca-se que o artigo 3º da referida lei prevê a constituição de fundos de investimento específicos para esse tipo de instrumento financeiro. Entretanto, especificamente com respeito às PPPs, o número de

projetos em fase de operação está muito aquém do potencial do país, devido às dificuldades descritas anteriormente.

No Brasil, diversas condições necessárias para o funcionamento das PPPs estão ausentes. As principais serão apresentadas a seguir, acompanhadas de propostas que poderiam melhorar o ambiente de negócios, visando à atração de capitais privados.

A estabilidade de um arcabouço regulatório e de regramento do mercado, no que diz respeito a ampla concorrência, autonomia para determinação de preços e irrestrita circulação de informações, é condição imprescindível para a atração de investidores institucionais, o que é fundamental para o desenvolvimento econômico e social dos países.

O ponto nevrálgico com respeito aos riscos relativos aos projetos de infraestrutura, no âmbito das PPPs, reside nas garantias que devem ser fornecidas pelos governos, especialmente os subnacionais, aos sócios das SPEs. Conforme já comentado, pode se verificar no Apêndice A que há uma miríade de instrumentos utilizados para mitigar o risco de crédito do setor público.

Levando-se em conta o *status quo* da concentração da arrecadação fiscal pela União, conforme mencionado anteriormente, num cenário ideal, porém longínquo da atual situação das finanças públicas no Brasil, os estados poderiam avaliar a possibilidade de emissão de dívida pública mobiliária, dando início ao processo do que é usualmente feito internacionalmente, conforme apresentado anteriormente. O monitoramento e a fiscalização dos agentes de mercado sobre as contas públicas estaduais seriam os mecanismos de aferição do risco de crédito dessas unidades subnacionais. A utilização de emissão de dívida mobiliária não teria a finalidade imediata de obtenção de caixa para o provisionamento de garantias, porém uma vez atingido um estágio avançado no mercado de

dívida pública mobiliária, isso significaria uma oportunidade para a redução da provisão de garantias para os parceiros privados, como ocorre internacionalmente.

No tocante aos limites para provimento de garantias, recentes esforços têm sido feitos pelo Governo Federal na tentativa de equacionar a escassez de garantias para os projetos de infraestrutura no Brasil. Entre esses, o mais recente e destacado foi a constituição, em 2013, da Agência Brasileira Gestora de Fundos Garantidores e Garantias S.A. (ABGF), controlada pela União. O objetivo fundamental da ABGF é a concessão de seguros para riscos não gerenciáveis e riscos de crédito dos projetos de infraestrutura, especialmente aqueles constantes do PIL, compreendendo ainda projetos de PPPs nas esferas estaduais, não sendo permitida a realização de operações com os municípios.

Para cobertura dos riscos dos projetos, a ABGF utilizará como lastro o Fundo Garantidor de Infraestrutura (FGIE)²¹ e o FGP, que contarão com aportes da União até o limite máximo de R\$ 11 bilhões e R\$ 6 bilhões, respectivamente. Em termos práticos, as operações de seguros a serem ofertadas pela ABGF encontram-se em fase de estruturação e com enfoque, no presente momento, no provimento de garantias para a concessão da rodovia BR-050, cujo processo de licitação ocorreu em setembro de 2013.

Diante da inoperância dos fundos garantidores, a criação da ABGF foi um avanço na tentativa de equacionamento da escassez de garantias dos estados. Ainda assim, dois desafios continuam a permear a referida seguradora oficial, quais sejam, o atendimento ao cronograma dos projetos de PPPs e a necessidade de emissão de contragarantias que demandam autorização das autoridades fa-

²¹ A ABGF será a administradora e gestora do FGIE e de todos os demais fundos garantidores da União como o FGP e o Fundo de Garantia a Exportação (FGE).

zendárias, considerando os limites de contratação de operação de crédito e seguros.

Para efeito de comparação, nos Estados Unidos, que contam com um mercado de capitais robusto e líquido, o mercado de *project bonds*, apesar de relevante, ainda não é tão desenvolvido quanto os mercados de ações, dívidas corporativas e hipotecas. Segundo Ryan (2012), avalia-se que um programa de garantia de crédito do governo federal americano para financiar projetos de infraestrutura ajudaria na geração de confiança para o fortalecimento do mercado de *project bonds* naquele país.

Recentemente, houve uma retração no investimento no mercado de *project bonds* americano, em decorrência da crise no mercado de crédito de hipotecas em 2008. Tal crise afetou de modo expressivo as companhias seguradoras conhecidas como *monolines*,²² que detinham em seus ativos uma relevante posição de créditos “podres” oriundos do mercado de hipotecas. As *monolines* ainda não retomaram o nível de operações observado antes da crise.

No Brasil, a disponibilidade de recursos orçamentários não onerosos, como aqueles previstos no PAC, e a ampliação de recursos para financiamento de projetos de infraestrutura por meio de bancos públicos não se constituíram como condições suficientes para o aumento do número de projetos de infraestrutura com o mecanismo das PPPs.

Adicionalmente, outro fator de dificuldade já apontado é a predominância da participação de empresas do segmento de construção civil, sócias nas SPEs e que operam os projetos de PPPs. Tais em-

²² As *monolines* são companhias de seguro de crédito que operam estritamente no segmento de seguros para unidades subnacionais nos Estados Unidos. Apresentam enfoque na venda de seguros de crédito para projetos de infraestrutura, o que reduz o risco de crédito e, por conseguinte, o custo financeiro dos bônus emitidos para o financiamento de projetos.

presas contam com outros canais de maximização de retornos, não exclusivamente o da posição societária.

Nesse sentido, uma alternativa para fortalecer o papel das PPPs no Brasil, mitigando os problemas já dissecados nos tópicos anteriores, seria a utilização de empresas públicas que contem com experiência na mensuração e apreçamento de risco de crédito e demais riscos típicos de projetos.

Resumidamente, em um primeiro exemplo, os entes subnacionais poderiam efetuar pagamento de prêmio para aquisição do seguro de crédito de seus projetos de PPPs, objetivando a cobertura de pagamento das contraprestações dos projetos, utilizando-se como lastro, por exemplo, os recursos não onerosos do PAC ou outros recursos. Em um segundo exemplo, as SPEs poderiam emitir *project bonds* segurados de forma similar, o que reduziria o risco de crédito dos potenciais investidores.

Tais medidas incentivariam a participação de investidores institucionais no capital das SPEs e a emissão de *project bonds*. Considerando que atualmente uma parcela relevante dos recursos utilizados nos financiamentos são egressos de bancos públicos, tais providências liberariam a utilização desses recursos para outros fins prioritários. Vale ressaltar que os seguros de crédito eventualmente contratados pelos estados não teriam impacto imediato no cômputo de seus endividamentos, entretanto deveriam ser explicitados nos relatórios financeiros oficiais.

A longo prazo é imprescindível o advento de um mercado segurador privado, substituindo o papel temporário das agências garantidoras de governo, de forma que as seguradoras privadas possam dirimir, desde o início dos processos licitatórios, todos os riscos inerentes aos projetos, inclusive aqueles relacionados aos riscos de crédito dos estados e das SPEs emissoras de *project bonds*.

Conforme mencionado anteriormente, as PPPs do Apêndice A tiveram suas garantias negociadas caso a caso e não há expectativa de que, no curto prazo, algum padrão venha a prevalecer. Essa falta de padronização dificulta a participação de investidores institucionais no mercado de PPPs, pois esses teriam que arcar com elevados custos de transação para a definição de garantias dos diversos projetos de sua carteira de ativos.

Uma vez que não cabe aos investidores institucionais ter estrutura para esse tipo de avaliação, especialmente devido a diversas alternativas de investimento, a contratação de FIPs poderia ser uma opção viável, entretanto os gestores contratados devem estar tecnicamente preparados para avaliar as especificidades das garantias e atuar convencionalmente para o cumprimento de seu dever fiduciário perante os quotistas dos fundos.

Outro elemento importantíssimo que restringe a quantidade de projetos de PPPs bem formatados no Brasil, conforme mencionado anteriormente, é a carência de equipes técnicas nas esferas de governo para desenvolvimento de tais projetos, no que tange a avaliação das seguintes questões: (i) prioridade de atendimento à população; (ii) estrutura de capital para suportar os investimentos necessários; (iii) regras de pagamentos; (iv) condições de equilíbrio econômico-financeiro; (v) termos de garantias para as contrapartes; entre outros.

Decorridos dez anos da edição da Lei das PPPs, cabe ressaltar que alguns estados têm concentrado esforços para a formação de equipes especializadas na gestão de programas de PPPs. Os estados de Minas Gerais, São Paulo e Bahia vêm se destacando nesse processo com a implementação de programas institucionais, utilizando as equipes de secretarias de fazenda e desenvolvimento econômico, tribunais de contas e procuradorias. O caso mais usual é a criação de secretarias estaduais especializadas em PPPs, além da constituição de algumas companhias garantidoras de crédito.

Referente ao aspecto da capacitação para preparação dos editais de licitação, seria recomendável que as equipes técnicas tivessem capacitação aprofundada para avaliar a *performance* econômico-financeira do projeto, em especial os valores de investimento em Capex. Recomenda-se que todo o risco de sobrecusto na construção seja integralmente arcado pelo consórcio vencedor da licitação, sem prerrogativa de transferência desse risco para o setor público por meio de cláusulas de equilíbrio econômico e financeiro. A assunção desse risco pela SPE implicaria na necessidade de otimização dos investimentos em Capex, aumentando o potencial de rentabilidade, o que poderia atrair investidores institucionais, diretamente ou via FIPs,²³ para aquisição de participações societárias em SPEs. Os investidores institucionais poderiam diversificar os riscos idiossincráticos dos projetos investindo em diversas PPPs.

Uma vantagem clara da presença societária de investidores institucionais nas SPEs é a mitigação da possibilidade de transferência da lucratividade do projeto para acionistas conflitados que buscam auferir retornos por meio de contratos com empresas coligadas, como no caso dos grupos de construção civil.

Resumidamente, a presença de investidores institucionais no mercado de PPPs traria avanços significativos na melhoria da infraestrutura no país. Para tanto, é imprescindível equacionar os principais entraves para o pleno desenvolvimento das PPPs. Nesse sentido, seria fundamental: (i) estabelecer mecanismos eficientes de garantias do setor público aos sócios participantes do capital das SPEs; (ii) operacionalizar uma entidade oficial para o provimento

²³ Para possibilitar a participação de FIPs nas SPEs, o edital de licitação deveria permitir a possibilidade de mecanismo de alienação das ações, para viabilizar alternativas de saída em mercado secundário para os fundos. Estes, por sua vez, deveriam ter prazo de duração um pouco mais extenso para permitir conclusão das obras dos projetos investidos e o início do recebimento do fluxo de recebíveis.

dos seguros aos estados e investidores; e (iii) capacitar as equipes técnicas dos entes públicos para criação de um robusto *pipeline* de projetos nos diversos estados brasileiros.

Conclusão

A contratação de projetos por meio de PPPs é interessante para os governos subnacionais, em especial no caso dos estados e grandes municípios, como forma de investirem em projetos de infraestrutura de atendimento às populações locais. A experiência internacional comprova que tanto a quantidade e a diversificação de projetos como a participação de investidores de várias categorias, incluindo os institucionais, são possíveis a partir da constituição de um arcabouço econômico, jurídico e administrativo que garanta um ambiente de negócios propício para que as PPPs se constituam efetivamente como uma classe de ativos.

O atual quadro do investimento consolidado em infraestrutura no Brasil e a qualidade insuficiente dos serviços públicos, especialmente nas áreas de saúde e educação, são motivadores mais do que suficientes para que as condições restritivas que levam à escassez dos projetos de PPPs venham a ser equacionadas. A participação de investidores institucionais, especialmente por meio de FIPs, na capitalização dos projetos promoveria melhorias na execução e operação desses, além da redução da utilização de recursos públicos.

Finalmente, é fundamental a efetivação operacional de agência garantidora de crédito, com institucionalização do uso da base de conhecimento existente nas empresas públicas, que seja capaz de apreçar o risco de crédito dos entes subnacionais para contornar a escassez das garantias. É imprescindível também a continuidade do processo de formação e qualificação das equipes técnicas dos estados e municípios para institucionalização da utilização das PPPs no Brasil.

Apêndice A

Projetos de PPPs em operação no Brasil

Ente público	São Paulo (estado)
Setor/área	Saneamento
<i>PPP contratada</i>	<i>PPP Sistema Produtor do Alto Tietê</i>
Descrição do projeto	Prestação de serviços de manutenção de barragens, inspeção e manutenção de túneis e canais, manutenção civil e eletromecânica em unidades integrantes do sistema, tratamento e disposição final do lodo gerado na produção de água tratada, serviços auxiliares relacionados a adução e entrega, ampliação da capacidade da Estação de Tratamento de Água de Taiacupeba, construção das adutoras e de outras utilidades do Sistema Produtor do Alto Tietê.
Operador SPE (concessionária)	CAB – Sistema Produtor Alto Tietê S.A.
Acionistas	Galvão Engenharia S.A. e Companhia Águas do Brasil – CAB Ambiental
Prazo (anos)	15
Garantia do público ao privado	Vinculação de recebíveis – garantia por meio de vinculação de direitos de créditos tarifários da Sabesp, representados pelas contas de água e esgoto.
<i>PPP contratada</i>	<i>Sistema Produtor São Lourenço – Alto Juquiá</i>
Descrição do projeto	Prestação dos serviços de manutenção, conservação, vigilância e segurança patrimonial das unidades e sistemas integrantes do Sistema Produtor São Lourenço (implantação e manutenção do sistema produtor de água gerando 4,7 m/s para acréscimo no abastecimento da região metropolitana de São Paulo – RMSF).
Operador SPE (concessionária)	Sistema Produtor São Lourenço S.A.
Acionistas	Construtora Andrade Gutierrez S.A. e Construtora Camargo Corrêa
Prazo (anos)	25
Garantia do público ao privado	Vinculação de recebíveis – garantia por meio de vinculação de direitos de créditos tarifários da Sabesp, representados pelas contas de água e esgoto.

(*Continua*)

(Continuação)

Ente público	São Paulo (estado)
Setor/área	Saúde
PPP contratada	PPP da Fundação para o Remédio Popular
Descrição do projeto	Operação e manutenção, com fornecimento de bens e realização de obras para adequação da infraestrutura existente, da Indústria Farmacêutica de Américo Brasiliense (Ifab), de titularidade da Fundação para o Remédio Popular "Chopin Tavares de Lima" (Furp).
Operador SPE (concessionária)	Concessionária Paulista de Medicamentos S.A. (CPM)
Acionista	EMS S.A.
Prazo (anos)	15
Garantia do público ao privado	Penhor das cotas do fundo de investimento renda fixa longo prazo "BB CPP Projetos", administrado pela BB Gestão de Recursos – Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. (BB DTVM), em valor correspondente a cinco contraprestações mensais.
PPP contratada	Hospitais estaduais de Sorocaba e São José dos Campos e hospital Centro de Referência da Saúde da Mulher
Descrição do projeto	Construção, fornecimento de equipamentos, manutenção e gestão dos serviços não assistenciais em três complexos hospitalares com 646 novos leitos hospitalares.
Operador SPE (concessionária)	Inova Saúde São Paulo SPE S.A. e Inova Saúde Sorocaba SPE S.A.
Acionista	Construcap-CCPS Engenharia e Comércio S.A.
Prazo (anos)	20
Garantia do público ao privado	Penhor das cotas do fundo de investimento renda fixa longo prazo "BB CPP Projetos", administrado pela BB DTVM, em valor correspondente a cinco contraprestações mensais.
Setor/área	Transporte
PPP contratada	Metrô de São Paulo – Linha 4 Amarela
Descrição do projeto	Exploração dos serviços de transporte de passageiros da Linha 4 – Amarela do metrô de São Paulo, da estação Luz até Taboão da Serra (fornecimento de material rodante e equipamentos para sistemas e estações, operação e manutenção de nova linha interligando Vila Sônia à estação Luz, com 12,8 km de extensão).
Operador SPE (concessionária)	Concessionária da Linha 4 do Metrô de São Paulo S.A.
Acionistas	Benito Roggio Transportes S/A, CCR S.A., Montgomery Participações S.A. e Ratp Developpement S.A.

(Continua)

(Continuação)

Ente público	São Paulo (estado)
Setor/área	Transporte
<i>PPP contratada</i>	<i>Metrô de São Paulo – Linha 4 Amarela</i>
Prazo (anos)	32
Garantia do público ao privado	Garantia pela empresa estatal Companhia Paulista de Parcerias (CPP) até o limite total de R\$ 60 milhões, mediante penhor sobre títulos da dívida pública federal e/ou sobre quotas de fundo de investimento lastreado em títulos da dívida pública federal no valor total de R\$ 210 milhões.
<i>PPP contratada</i>	<i>Frota da Linha 8 – Diamante</i>
Descrição do projeto	Prestação de serviços de manutenção preventiva, corretiva, revisão geral e modernização da frota da Linha 8 – Diamante da Companhia Paulista de Trens Metropolitanos (CPTM), dentro de padrões pré-definidos de confiabilidade, disponibilidade e tempo de reparo, com renovação total da frota (36 trens novos).
Operador SPE (concessionária)	Ctrens – Companhia de Manutenção
Acionistas	CAF – Brasil Indústria e Comércio S.A., Construcciones y Auxiliar de Ferrocarriles S.A. e Inversiones en Concesiones Ferroviarias S.A.
Prazo (anos)	20
Garantia do público ao privado	Garantia real prestada pela CPTM até o valor máximo mensal de R\$ 11.673 mil; cessão do fluxo financeiro CPTM (forma alternativa de pagamento); e fiança da Companhia Paulista de Parcerias (CPP) até o limite de R\$ 58.365 mil.
<i>PPP contratada</i>	<i>Metrô de São Paulo – Linha 6 Laranja</i>
Descrição do projeto	Prestação dos serviços públicos de transporte de passageiros da Linha 6 – Laranja de metrô de São Paulo, contemplando a implantação de obras civis e sistema, fornecimento do material rodante, operação, conservação, manutenção e expansão (implantação e operação de 15,3 km, trecho Brasilândia-São Joaquim, 15 estações e 23 trens, atendimento de 630 mil passageiros/dia).
Operador SPE (concessionária)	Move São Paulo S.A.
Acionistas	Odebrecht Transport S.A., Construtora Queiroz Galvão S.A., UTC Participações S.A. e Eco Realty – Fundo de Investimentos em Participações
Prazo (anos)	25

(Continua)

(Continuação)

Ente público	São Paulo (estado)
Setor/área	Transporte
<i>PPP contratada</i>	<i>Metrô de São Paulo – Linha 6 Laranja</i>
Garantia do público ao privado	Penhor das cotas do fundo de investimento de renda fixa longo prazo "BB CPP Projetos" administrado pela BB DTVM em valor correspondente a seis contraprestações mensais.

Ente público	Atibaia (SP)
Setor/área	Saneamento
<i>PPP contratada</i>	<i>Esgotamento sanitário Atibaia</i>
Descrição do projeto	Prestação dos serviços públicos de esgotamento sanitário no território urbano do município de Estância de Atibaia.
Operador SPE (concessionária)	CAB Atibaia S.A.
Acionista	Companhia de Águas do Brasil (CAB)
Prazo (anos)	30
Garantia do público ao privado	Conta-garantia aberta em instituição financeira indicada pelo município, com saldo mínimo equivalente a três vezes o valor médio das três últimas contraprestações devidas.

Ente público	Guaratinguetá (SP)
Setor/área	Saneamento
<i>PPP contratada</i>	<i>Esgotamento sanitário Guaratinguetá</i>
Descrição do projeto	Prestação de serviço público de operação e atividades de apoio, acompanhada das obras de complementação, adequação e modernização do sistema de esgotamento sanitário do município de Guaratinguetá.
Operador SPE (concessionária)	CAB Guaratinguetá S.A.
Acionista	Companhia de Águas do Brasil – CAB Ambiental
Prazo (anos)	30
Garantia do público ao privado	Não disponível.

(Continua)

(Continuação)

Ente público	Rio Claro (SP)
Setor/área	Saneamento
<i>PPP contratada</i>	<i>Esgotamento sanitário Rio Claro</i>
Descrição do projeto	Prestação do serviço público de operação acompanhado das obras de complementação, adequação e modernização do sistema de esgoto do município de Rio Claro.
Operador SPE (concessionária)	Foz de Rio Claro S.A.
Acionistas	Construtora Norberto Odebrecht S.A., Lumina Engenharia Ambiental, Odebrecht Investimentos em Infra-Estrutura Ltda.
Prazo (anos)	30
Garantia do público ao privado	Vinculação de recebíveis – cessão de créditos tarifários devidos pelos usuários do sistema de esgoto.

Ente público	Minas Gerais
Setor/área	Arenas esportivas
<i>PPP contratada</i>	<i>Complexo do Mineirão</i>
Descrição do projeto	Operação e manutenção, precedidas de obras de reforma, renovação e adequação do Complexo do Mineirão.
Operador SPE (concessionária)	Minas Arena – Gestão de Instalações Esportivas S.A.
Acionistas	Construcap-CCPS Engenharia e Comércio S.A., Egesa Engenharia S.A. e HAP Engenharia Ltda.
Prazo (anos)	27
Garantia do público ao privado	Penhor sobre direitos creditórios – penhor em primeiro grau em favor da concessionária, em caráter irrevogável e irretroatável, dos seguintes bens: i) direitos creditórios do Fundo de Incentivo ao Desenvolvimento (Findes), nos quais o Banco de Desenvolvimento de Minas Gerais (BDMG) é o agente financeiro; e ii) títulos da dívida pública federal, no valor de R\$ 100 milhões.

(Continua)

(Continuação)

Ente público	Minas Gerais
Setor/área	Segurança
<i>PPP contratada</i>	<i>Complexo Penal de Ribeirão das Neves (MG)</i>
Descrição do projeto	Construção e gestão do complexo penal, formado por cinco unidades que somam 3.040 vagas entre regime fechado e semiaberto. Todos os serviços de vigilância interna, prestação de serviços assistenciais, manutenção de infraestrutura e demais aspectos da operação de infraestrutura são prestados pelo parceiro privado, enquanto a segurança externa e de muralhas, além da movimentação de internos, é desempenhada pelo poder concedente.
Operador SPE (concessionária)	Gestores Prisionais Associados S/A – GPA
Acionistas	CCI Construções Ltda., Construtora Augusto Velloso S.A., Empresa Tejofran de Saneamento e Serviços Ltda., Instituto Nacional de Administração Prisional Ltda. (Inap) e N.F. Motta Construções e Comércio Ltda.
Prazo (anos)	27
Garantia do público ao privado	Penhor de direitos creditórios oriundos de contratos de abertura de crédito, nos quais o BDMG é o agente financeiro; debêntures simples, da espécie quirografária, não conversíveis em ações, sem a emissão de cautelas e certificados; e títulos da dívida pública federal no valor de R\$ 50 milhões.
Setor/área	Tecnologia da Informação (TI)
<i>PPP contratada</i>	<i>PPP da Unidade de Atendimento Integrado (UAI)</i>
Descrição do projeto	Implantação, gestão, operação e manutenção de UAIs, localizadas nos municípios mineiros de Betim, Governador Valadares, Juiz de Fora, Montes Claros, Uberlândia e Varginha. Os serviços prestados na UAI e a manutenção da infraestrutura e demais aspectos da operação são de responsabilidade do parceiro privado, não envolvendo a delegação da edição de atos jurídicos com fundamento em poder de autoridade de natureza pública, nem de atribuição exclusiva do poder público.
Operador SPE (concessionária)	Minas Cidadão Centrais de Atendimento S.A.
Acionistas	Alternativa Consultoria e Participações Ltda., B2BR – Business to Business Informática do Brasil S.A., Gelpar Empreendimentos e Participações Ltda. e Shopping do Cidadão Serviços e Informática Ltda.

(Continua)

(Continuação)

Ente público	Minas Gerais
Setor/área	Tecnologia da Informação (TI)
<i>PPP contratada</i>	<i>PPP da Unidade de Atendimento Integrado (UAI)</i>
Prazo (anos)	20
Garantia do público ao privado	Penhor sobre bens de sua propriedade: penhor sobre títulos da dívida pública federal no valor de R\$10.900 mil. O valor da garantia será ajustado a cada ano, proporcionalmente à contraprestação paga, conforme previsão contratual.
Setor/área	Transporte
<i>PPP contratada</i>	<i>PPP Rodovia MG-050</i>
Descrição do projeto	Refoma, ampliação, operação e manutenção da rodovia MG-050, trecho entroncamento BR-262 (Juatuba) – Itaúna – Divinópolis – Formiga – Piumhi – Passos – São Sebastião do Paraíso, o trecho Entrº MG-050/Entrº BR-265, da BR-491 do km 0 ao km 4,65 e o trecho São Sebastião do Paraíso – Divisa MG/SP da rodovia BR-265, envolvendo a execução e a gestão dos serviços delegados e a gestão e fiscalização dos serviços complementares.
Operador SPE (concessionária)	Concessionária da Rodovia MG-050 S.A. – Nascente das Gerais
Acionista	Equipav S.A. Pavimentação, Engenharia e Comércio
Prazo (anos)	25
Garantia do público ao privado	Empresa estatal garantidora – Companhia de Desenvolvimento Econômico de Minas Gerais (Codemig), mediante abertura de conta bancária vinculada no Banco Itaú, com uma contraprestação mensal, alimentada por fluxo (> 100 por ano) de pagamento de dividendos da Companhia Brasileira de Metalurgia e Mineração (CBMM) – concessionária exploradora de minério de mióbio – para Codemig.
Ente público	Belo Horizonte (MG)
Setor/área	Educação
<i>PPP contratada</i>	<i>PPP Educação do Município de Belo Horizonte (MG)</i>
Descrição do projeto	Obras e serviços de engenharia e prestação de serviços de apoio, não pedagógicos, a unidades de ensino da rede municipal de educação básica do município de Belo Horizonte.

(Continua)

(Continuação)

Ente público	Belo Horizonte (MG)
Setor/área	Educação
<i>PPP contratada</i>	<i>PPP Educação do Município de Belo Horizonte (MG)</i>
Operador SPE (concessionária)	SPE Inova BH S.A.
Acionistas	Construtora Noberto Odebrecht Brasil S.A. e Odebrecht Participações e Investimentos S.A.
Prazo (anos)	20
Garantia do público ao privado	Caução em dinheiro ou penhor de títulos da dívida pública federal, no valor de seis parcelas referentes ao valor máximo de contraprestação mensal; fiança bancária ou seguro-garantia; ou penhor de créditos detidos pelo poder concedente perante a Companhia de Saneamento de Minas Gerais (Copasa MG), abrangendo o pagamento da contraprestação mensal e da contrapartida pelo investimento na obra e de eventuais indenizações devidas.
Setor/área	Saúde
<i>PPP contratada</i>	<i>Hospital Metropolitano de Belo Horizonte (MG)</i>
Descrição do projeto	Serviços e obras de engenharia e serviços de apoio não assistenciais ao funcionamento do hospital.
Operador SPE (concessionária)	Novo Metropolitano S.A.
Acionistas	Construtora Andrade Gutierrez S.A. e Gocil Segurança e Serviços e Dalkia Brasil S.A.
Prazo (anos)	20
Garantia do público ao privado	Caução em dinheiro ou penhor de títulos da dívida pública federal no valor de três contraprestações mensais e penhor de créditos da Prefeitura Municipal de Belo Horizonte, em relação à Copasa MG, em valor equivalente aos investimentos.
Ente público	Bahia
Setor/área	Arenas esportivas
<i>PPP contratada</i>	<i>PPP Arena Fonte Nova</i>
Descrição do projeto	Reconstrução e gestão da operação e manutenção do Estádio Octávio Mangabeira – Estádio da Fonte Nova.

(Continua)

(Continuação)

Ente público	Bahia
Setor/área	Arenas esportivas
PPP contratada	PPP Arena Fonte Nova
Operador SPE (concessionária)	Fonte Nova Negócios e Participações S.A. (FNP)
Acionistas	Odebrecht Investimentos em Infra-Estrutura Ltda. e Construtora OAS Ltda.
Prazo (anos)	35
Garantia do público ao privado	Travamento do fluxo de pagamento – vinculação legal ao fluxo de pagamento da FPE. Conta-garantia alimentada por 12% das transferências do FPE para o estado da Bahia.
Setor/área	Saneamento
PPP contratada	PPP Emissário Submarino (BA)
Descrição do projeto	Construção, operação, funcionamento, manutenção e conservação do Sistema de Disposição Oceânica do Jaguaribe (obras de saneamento).
Operador SPE (concessionária)	Foz de Jaguaribe S.A.
Acionistas	Construtora Norberto Odebrecht S.A. e Foz do Brasil S.A.
Prazo (anos)	18
Garantia do público ao privado	Vinculação de recebíveis – vinculação e cessão de suas receitas futuras, oriundas da prestação de serviços de abastecimento de água e esgotamento sanitário a usuários residenciais, comerciais, industriais e públicos.
Setor/área	Saúde
PPP contratada	Hospital do Subúrbio de Salvador
Descrição do projeto	Operação e gestão de nova unidade hospitalar no subúrbio do município de Salvador, com a prestação de serviços assistenciais e não assistenciais à saúde.
Operador SPE (concessionária)	Prodal Saúde S.A.
Acionistas	Promédica Patrimonial S.A. e Dalkia Brasil S.A.
Prazo (anos)	10
Garantia do público ao privado	Transferência de recursos apartados, provenientes das receitas futuras do FPE destinado ao estado da Bahia; travamento do fluxo de pagamento; vinculação legal ao fluxo de pagamento da FPE. Conta-garantia alimentada por 12% das transferências do FPE para o estado da Bahia.

(Continua)

(Continuação)

Ente público	Bahia
Setor/área	Saúde
PPP contratada	Instituto Couto Maia
Descrição do projeto	Construção, operação e prestação de serviços não assistenciais (não clínicos) da Unidade Hospitalar Instituto Couto Maia, incluído Centro de Estudos, permanecendo sob responsabilidade de servidores públicos a assistência clínica ao paciente.
Operador SPE (concessionária)	Couto Maia Construções e Serviços Não Clínicos S.A.
Acionistas	MRM Construtora Ltda., SM Assessoria Empresarial e Gestão Hospitalar Ltda.
Prazo (anos)	21 anos e 4 meses
Garantia do público ao privado	Travamento do fluxo de pagamento da FPE. Conta-garantia alimentada por 12% das transferências do FPE para o estado da Bahia.
Setor/área	Transporte
PPP contratada	PPP Sistema Metroviário de Salvador e Lauro Freitas – BA
Descrição do projeto	Implantação das obras civis e sistemas, fornecimento do material rodante, operação, manutenção e expansão do Sistema Metroviário de Salvador e Lauro de Freitas.
Operador SPE (concessionária)	Companhia do Metrô de Salvador
Acionista	Companhia de Participações em Concessões
Prazo (anos)	30
Garantia do público ao privado	Cotas do Fundo Garantidor Baiano de Parcerias (FGBP), mediante caução em dinheiro em conta vinculada às obrigações previstas no contrato, que garantem as contraprestações efetivas, as parcelas acrescidas às contraprestações, o aporte de recursos e eventuais indenizações devidas pelo poder concedente à concessionária.
Ente público	Rio Grande do Norte
Setor/área	Arenas esportivas
PPP contratada	PPP Arena das Dunas
Descrição do projeto	Demolição e remoção do Machadão e Machadinho, construção, manutenção e gestão da operação do Estádio das Dunas – Novo Machadão e de seu estacionamento, localizados no município de Natal.
Operador SPE (concessionária)	Arena das Dunas Concessão e Eventos S.A.
Acionista	Construtora OAS Ltda.

(Continua)

(Continuação)

Ente público	Rio Grande do Norte
Setor/área	Arenas esportivas
<i>PPP contratada</i>	<i>PPP Arena das Dunas</i>
Prazo (anos)	20
Garantia do público ao privado	Fundo Garantidor Estadual de Parcerias Públicos-Privadas (FGPPP/RN), composto pela arrecadação dos créditos decorrentes de royalties e participação especial, relacionados à exploração de petróleo e gás natural, a que tem direito, no valor mínimo de R\$ 70 milhões.

Ente público	Pernambuco
Setor/área	Transporte
<i>PPP contratada</i>	<i>PPP Ponte de Acesso e Sistema Viário do Destino de Turismo e Lazer Praia do Paiva (1ª PPP de Pernambuco)</i>
Descrição do projeto	Exploração do sistema viário composto pela praça de pedágio Barra de Jangada, pela ponte de acesso sobre o rio Jaboatão, pela via principal do destino de turismo e lazer Praia do Paiva ("Via Parque") e pela praça de pedágio Itapuama, precedido de obras (implantação de novo sistema viário de acesso ao litoral sul pernambucano).
Operador SPE (concessionária)	Via Parque S.A.
Acionistas	Construtora Norberto Odebrecht Brasil S.A. e Odebrecht Investimentos em Infra-Estrutura Ltda.
Prazo (anos)	33
Garantia do público ao privado	Depósito em conta-garantia do valor correspondente a 20% do total da parcela do estado de Pernambuco na arrecadação, pela União Federal, da Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico incidente sobre a implantação e a comercialização de petróleo e seus derivados, gás natural e seus derivados, e álcool etílico combustível.

Setor/área	Arenas esportivas
<i>PPP contratada</i>	<i>PPP Arena Multiuso da Copa 2014</i>
Descrição do projeto	Exploração da Arena Multiuso da Copa 2014, no estado de Pernambuco, precedida da execução das obras de construção da arena.

(Continua)

(Continuação)

Ente público	Pernambuco
Setor/área	Arenas esportivas
PPP contratada	PPP Arena Multiuso da Copa 2014
Operador SPE (concessionária)	Arena Pernambuco Negócios e Investimentos S.A.
Acionistas	Odebrecht Investimentos em Infra-Estrutura Ltda. e Odebrecht Serviços de Engenharia e Construção S/A
Prazo (anos)	33
Garantia do público ao privado	Financiamento público do poder concedente no Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e conta-garantia, com depósito em dinheiro no valor equivalente a seis meses de contraprestação básica da concedente para operação da Arena, acrescido de mecanismo de depósito automático das receitas advindas de transferências financeiras da União ao estado a título de compensação pelas desonerações do Imposto sobre Operações relativas à Circulação de Mercadorias e sobre Prestações de Serviços de Transporte Interestadual e Intermunicipal e de Comunicação (ICMS) e/ou advindas de parte das transferências federais do Fundo de Participações dos Estados.

Ente público	Ceará
Setor/área	Arenas esportivas
PPP contratada	PPP Arena Castelão
Descrição do projeto	Reforma, ampliação, adequação, operação e manutenção do Estádio Plácido Aderaldo Castelo (Castelão), na cidade de Fortaleza, para recebimento de partidas da Copa do Mundo de 2014, conforme determinações da Fédération Internationale de Football Association (Fifa), bem como para a construção, operação e manutenção de edifício de estacionamento de veículos, conforme recomendações da Fifa e a construção e manutenção do edifício-sede da Secretaria do Esporte do Estado do Ceará.
Operador SPE (concessionária)	Arena Castelão Operadora de Estádio S.A.
Acionistas	Galvão Engenharia S/A, Serveng Civilsan S/A e BWA Tecnologia e Sistema em Informática Ltda.
Prazo (anos)	8
Garantia do público ao privado	Garantia instituída por meio de mecanismo de vinculação e cessão, em caráter irrevogável e irretroatável por todo o prazo da concessão, dos recursos advindos do financiamento do BNDES em favor da concessionária, nos termos do contrato de administração de contas ou por depósito em conta vinculada de recursos do tesouro do estado, complementada pela conta-garantia.

(Continua)

(Continuação)

Ente público	Rio das Ostras (RJ)
Setor/área	Saneamento
<i>PPP contratada</i>	<i>PPP Sistema de Esgotamento Sanitário de Rio das Ostras</i>
Descrição do projeto	Implantação do sistema de esgotamento sanitário de Rio das Ostras, compreendendo a construção de rede coletora, drenagem de águas pluviais, pavimentação, coletores troncos, estações elevatórias e ampliação da Estação de Tratamento de Esgoto, bem como a operação integral do sistema de esgotamento sanitário de Rio das Ostras.
Operador SPE (concessionária)	Foz de Rio das Ostras S.A.
Acionistas	CBPO Engenharia Ltda. e Construtora Norberto Odebrecht Brasil S.A.
Prazo (anos)	16 anos e 4 meses
Garantia do público ao privado	Fundo Municipal Garantidor das PPPs, alimentado por <i>royalties</i> de petróleo; composto pelo valor equivalente a cinco contraprestações mensais.
Ente público	Consórcio Datacenter – Caixa Econômica Federal e Banco do Brasil S.A.
Setor/área	Tecnologia da Informação (TI)
<i>PPP contratada</i>	<i>PPP federal – Complexo Datacenter</i>
Descrição do projeto	Prestação de serviços de gerenciamento, manutenção e operação da infraestrutura predial do Complexo Datacenter, com obras de edificação da estrutura em terreno de propriedade do Banco do Brasil S.A., na cidade de Brasília (DF), com a finalidade de abrigar infraestrutura de TI dos consorciados, na modalidade de "co-location", bem como o pessoal do consorciado responsável pelo monitoramento de TI, em áreas destinadas exclusivamente a cada um dos consorciados e compreendendo, ainda, as interconexões (em duas vias independentes) por meio de fibras ópticas, do Complexo Datacenter aos atuais centros de processamento de dados (CPD) dos consorciados, localizados na mesma cidade (com área construída de 25 mil metros quadrados).
Operador SPE (concessionária)	GBT S.A. – Concessionária de Infra-Estrutura Predial e de Serviço de TI
Acionistas	BVA Investimentos Ltda., GCE S.A. e Termoeste S.A. – Construções e Instalações
Prazo (anos)	15
Garantia do público ao privado	Não há; os contratantes são Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal.

Fonte: Elaboração própria.

Referências

AFONSO, J.R. Brasil: nuevos acuerdos fiscales. In: RODRÍGUEZ CABELLO, J.; JAVIER DÍAZ, F. (Ed). *Caminos para la reforma: estrategia política de un acuerdo fiscal*. Santiago: Cieplan, 2013.

BLANC-BRUDE, F. *Construction risk in infrastructure project finance*. [S. l.]: EDHEC Business School, 2013.

BNDES. *Perspectivas do investimento e panoramas setoriais 2015-2018*, Rio de Janeiro, dez. 2014. Disponível em: <<https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/2842>>. Acesso em: 30 ago. 2015.

BRASIL. Lei 8.666, de 21 de junho de 1993. Regulamenta o art. 37, inciso XXI, da Constituição Federal, institui normas para licitações e contratos da Administração Pública e dá outras providências. *Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil*, Brasília, DF, 22 jun. 1993. Disponível em: <<https://www.planalto.gov.br>>. Acesso em: 5 out. 2015.

_____. Lei 8.987, de 13 de fevereiro de 1995. Dispõe sobre o regime de concessão e permissão da prestação de serviços públicos previsto no art. 175 da Constituição Federal, e dá outras providências. *Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil*, Brasília, DF, 14 fev. 1995. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L8987cons.htm#art15v>. Acesso em: 5 out. 2015.

_____. Lei 11.079, de 30 de dezembro de 2004. Institui normas gerais para licitação e contratação de parceria público-privada no âmbito da administração pública. *Diário Oficial [da] República*

Federativa do Brasil, Brasília, DF, 31 dez. 2004. Disponível em: <<https://www.planalto.gov.br>>. Acesso em: 5 out. 2015.

_____. Lei 12.431, de 24 de junho de 2011. Dispõe sobre a incidência do imposto sobre a renda nas operações que especifica; altera as Leis 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 no 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. Disponível em: <<https://www.planalto.gov.br>>. Acesso em: 5 out. 2015.

CANTARELLI, C. *et al.* Different cost performance: different determinants? the case of cost overruns in Dutch transport infrastructure projects. *Transport Policy*, Oxford, v. 22, p. 88-95, 2012.

CASTELAR, A. *A importância do planejamento e da estruturação de projetos nas obras públicas*: apresentação IBRE/FGV, 2014. Disponível em: <<http://www.sengers.org.br/site/images/PAINEL%201%20ARMANDO%20CASTELAR.pdf>>. Acesso em: 30 mar. 2015.

_____. Momento de Definição na Infraestrutura Brasileira.
In: OLIVEIRA, G.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.). *Parcerias Público Privadas: experiências, desafios e propostas*. São Paulo: LTC, 2013.

CONFEDERAÇÃO NACIONAL DA INDÚSTRIA. *Competitividade Brasil 2014*. Disponível em: <http://arquivos.portaldaindustria.com.br/app/cni_estatistica_2/2015/01/14/32/CompetitividadeBrasil_2014.pdf>. Acesso em: 30 mar. 2014

DUFFIELD, C. F. *Report on the performance of PPP projects in Australia when compared with a representative sample of traditionally procured infrastructure projects*: National PPP Forum: benchmarking study: phase II. [S.l. : s.n.], 2008. Disponível em: <http://infrastructureaustralia.gov.au/policy-publications/publications/files/PC_Submission_Attachment_K.pdf>. Acesso em: 30 mar. 2015.

FLYVBJERG, B.; HOLM, M. S.; BUHL, S. How common and how large are cost overruns in transport infrastructure projects? *Transport Reviews*, Aalborg, v. 23, n. 1, p.71-88, 2003.

FRISCHTAK, C. R. Estudo mostra que PAC tem pouco impacto no PIB. *O Estado de São Paulo*, São Paulo, 18 jul. 2011. Entrevista concedida a Alexandre Rodrigues. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/negocios,estudo-mostra-que-pac-tem-pouco-impacto-no-pib,76365e>>. Acesso em: 31 dez. 2014.

_____. As perspectivas de investimento em infraestrutura 2014-2018. *Carta de Infraestrutura*, v. 1, n. 7, 2014. Inter. B Consultoria Internacional de Negócios.

GATTI, S. *Project finance in theory and practice*. Waltham: Academic Press, 2013.

GIAMBIAGI, F. Até Quando. *Valor Econômico*, São Paulo, 9 jul. 2014.

HERITAGE FOUNDATION. *2015 index of economic freedom: 2015 macro-economic data*. [S.l.: s.n.], 2015. Disponível em: <<http://www.heritage.org/index/explore?view=by-variables>>. Acesso em: 30 out. 2015.

IBGE. Tema: sistema de contas nacionais: subtema: formação bruta de capital fixo. *Séries históricas e estatísticas*, Rio de Janeiro, 1996.1-2015.1. Disponível em: <<http://seriesestatisticas.ibge.gov.br/series.aspx?vcodigo=ST54&t=formacao-bruta-capital-fixobrvalores-constantas-1995>>. Acesso em: 5 out. 2015.

JAHREM, C.; ASHE, A. Predictors of cost overrun rates. *Journal of Construction Engineering and Management*, v. 116, n. 3, p. 548-552, 1990.

LATIN AMERICA PRIVATE EQUITY & VENTURA CAPITAL ASSOCIATION. *LAVCA 2013 Sector Focus: Infrastructure & Energy Report*. New York: LAVCA, 2013.

_____. *2014 LAVCA industry data & analysis*. New York: LAVCA, 2014.

MAKOVSEK, D. Public private partnerships, traditionally financed projects, and their price. *Journal of Transport Economics and Policy* London, v. 47, n. 1, p.143-155, 2013.

MARQUES NETO, F. A. *Concessões*. Belo Horizonte: Fórum, 2015.

NÓBREGA, M. Riscos em Projetos de Infraestrutura: incompletude contratual, concessões de serviços públicos e PPPs. *Revista Eletrônica de Direito Administrativo e Econômico*, n. 22, 2010.

OLIVEIRA G.; MARCATO, F.; SCAZUFCA, P. Como destravar as parcerias público – privadas. In: OLIVEIRA, G.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.). *Parcerias Público Privadas: experiências, desafios e propostas*. São Paulo: LTC, 2013.

PASTORE, A. C.; PINOTTI, M. C.; PAGANO, T. A. *Limites ao Crescimento Econômico*. Rio de Janeiro: INAE, 2010. XXII Fórum Nacional. Estudos e Pesquisas 345.

PwC. *Análise de value for money*. Trabalho apresentado no Seminário sobre melhores práticas de PPP. [S. l.] : Ministério do Planejamento, 2005. Disponível em: <http://antigo.planejamento.gov.br/secretarias/upload/Arquivos/ppp/eventos/cursoPPP2008/cdp_2_AnaliseVFM_Paulo_Dal_Fabbro.pdf>. Acesso em: 5 out. 2015.

RABBAT, M.; LOVISOTTO, F. Infraestrutura e o investidor institucional. *Valor Econômico*, São Paulo, 1 ago. 2013.

RIBEIRO, M. P. *Garantias de Pagamento Público em PPPs*. Trabalho apresentado no Seminário PPP: resultados e perspectivas, 2014, Bahia. Disponível em: <http://www.sefaz.ba.gov.br/administracao/ppp/Garantias%20de%20pagamento%20p%C3%BAblico%20em%20PPPs_Maur%C3%ADcio%20Portugal.pdf>. Acesso em: 3 set. 2014.

RIGOLON, F. J. Z. O investimento em infraestrutura e a retomada do crescimento econômico sustentado. *Pesquisa e planejamento econômico – PPE*, Rio de Janeiro, v. 28, n. 1, 1998, p. 129-158. Disponível em: <<http://ppe.ipea.gov.br/index.php/ppe/article/view/716/656>>. Acesso em: abril de 2015.

RYAN J. Financial PPP and the age of deleveraging: a pragmatic approach to loan guarantees for U.S. infrastructure projects. *The Journal of Structured Finance*, New York, v. 18, n. 1, p. 86-99, 2012.

SCHULZ, A.; WOLF, G. The german sub-national government bond market: evolution, yields and liquidity. *Dutsche Bundesbank Series I: Economic Studies*, n. 6, 2008.

SUNDFELD, C. *Parcerias Público-Privadas*. São Paulo: Malheiros, 2005.

WILLIAMS, T. P.; MILES, J. C.; MOORE, C. J. Predicted cost escalations in competitively bid highway projects. *Journal of Civil Engineering and Management. Proceedings of the Institution of Civil Engineers*, Transport v. 135, n. 4, p. 195-199, 1999.

WORLD BANK. *Infrastructure in Latin America and the Caribbean: recent developments and key challenges*, Aug. 2005. (Main Report).

WORLD ECONOMIC FORUM. *The Global Competitiveness Report 2014 – 2015*. Disponível em: < http://www3.weforum.org/docs/WEF_GlobalCompetitivenessReport_2014-15.pdf>. Acesso em: 30 mar. 2015.