



## Parceria Público-Privada: Riscos e Mitigação de Riscos em Operações Estruturadas de Infra-Estrutura

LUIZ FERREIRA XAVIER BORGES  
CESAR DAS NEVES\*

**RESUMO** O objetivo deste texto é examinar os riscos em operações estruturadas de financiamento de investimentos de infra-estrutura em parceria público-privada no Brasil e suas possíveis mitigações sob o ponto de vista dos credores, abordando o nível federal.

**ABSTRACT** *This paper focuses a creditors approach to Brazilian PPP structured finance loan risks in infrastructure investments and its possible mitigations, considering the federal level.*

---

\* *Respectivamente, advogado do BNDES e professor da Uerj.*

## 1. Introdução

A Lei 11.079, de 30.12.04, definiu juridicamente parceria público-privada (PPP) no Brasil como uma modalidade de contrato de concessão. Entretanto, essa parceria entre entes públicos e privados envolve um espectro mais amplo, pois existem exemplos, não abrangidos na lei, em que o setor privado financia o setor público (estradas de escoamento de soja no Mato Grosso) ou em que o setor público entra com sua prestação antecipadamente (Linha Amarela no Rio de Janeiro). Este texto fala de PPP em seu novo sentido legal e não em seu sentido mais amplo (econômico), dirigindo-se a um público menos conhecedor das tecnicidades do tema.

A idéia da PPP deve ser comparada à de um arrendamento mercantil ou *leasing*, em que o Estado apenas aluga um serviço que contratou para alguém prover (construir antes de operar, se necessário), que só é pago enquanto estiver sendo prestado a contento, sendo os bens envolvidos (em princípio) reversíveis ao poder concedente – modelo de um *built operate and transfer* (BOT) –, como já foi várias vezes comentado sobre o tema.

Sempre houve PPP no Brasil, especialmente em projetos assistenciais, no sentido da atuação privada mantida com recursos públicos. Talvez a denominação PPP devesse ter sido guardada para todo o gênero, buscando-se nomes próprios para cada uma de suas espécies, o que obrigará sempre um autor a explicar sobre que conceito pretende tratar. Para as operações de colaboração financeira dos agentes financeiros públicos, a PPP será apenas mais uma das muitas modalidades de apoio, não devendo alterar profundamente sua atuação, a partir das experiências com a concessão tradicional e com os instrumentos de *project finance*.

Combinando os dispositivos das Leis 8.987/95 (Concessões) e 11.079/04 (PPP), pode-se dizer que, quanto a serviços contratados a particulares pelo Estado (precedidos ou não de obra pública), existem agora quatro modalidades de contratos de concessão:

- a concessão comum ou tradicional calcada em receitas auto-suficientes e sem contrapartida do Estado (Lei 8.987/95);
- a concessão comum ou tradicional com contrapartida do Estado complementar à receita (não revogada na Lei 8.987/95);

- a concessão patrocinada (receita própria insuficiente) com contrapartida do Estado, complementar à receita; e
- a concessão administrativa sem outra receita que não a do Estado.

A matéria sobre concessões, seja a comum ou a PPP, deveria ser unificada, pelo menos do ponto de vista do risco de crédito e da estruturação das operações financeiras. O ideal seria que um mesmo órgão estatal tratasse de concessões comuns, patrocinadas ou administrativas, aproveitando em todas o conhecimento adquirido caso a caso. Uma concessão patrocinada pode prever sua evolução para uma situação em que seja dispensada a contrapartida do Estado, sem deixar de estar regulada pela lei de PPP, ainda que passe a ser auto-sustentável.

Este artigo busca cingir-se à nova definição legal, focando uma visão de risco de credores, e por isso aponta as disposições legais que tiveram por finalidade dar credibilidade à PPP, chamando a atenção para o porte e o volume de recursos envolvidos, os instrumentos de fiscalização institucionais, os valores mobiliários e as formas de atuação política direta. Como a PPP tem gerado muitas expectativas de poder ser, de fato, uma grande aliada do Estado em suas necessidades estratégicas, maximizando os recursos disponíveis, analisam-se as premissas para o seu sucesso: a *correta definição de seu objeto* e de sua *prioridade*; a *existência de interessados* nos dois lados e a *disponibilidade de recursos*; e a *possibilidade de formalização jurídica e financeira*. Depois de estudar os riscos envolvidos nessas operações e sua mitigação, procurou-se apontar os interesses mais importantes relativos aos credores e aos investidores. Além disso, o artigo trata ainda da regulamentação da PPP no Brasil, das suas premissas locais e internacionais, que devem ser conhecidas por todos os interessados, das partes que estarão envolvidas nesses projetos, da estruturação financeira e dos instrumentos jurídicos e contratuais adequados ao gerenciamento das operações de empréstimo e das negociações que minimizem riscos e potencializem investimentos.

## 2. Regulamentação da Lei de PPP

O que ocorreu no primeiro quadrimestre de 2005 permite supor que alguns estados sejam os primeiros a lançar seus editais de PPP, criando as bases das disputas judiciais e das estruturas financeiras a serem observadas no futuro. Esses primeiros projetos terão toda a atenção da sociedade e não têm muito espaço político para erros, embora a lógica seja que tenham as

menores mitigações, que só serão desenvolvidas com a experiência (“a primeira PPP nunca se esquece”).

O Decreto 5.385/05 regulou o órgão responsável pela PPP federal. O Comitê Gestor (CGP) guarda semelhança com outros órgãos de gestão colegiada existentes no Executivo brasileiro. É composto por representantes do Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão (coordenador e responsável pelo exame de mérito do projeto), do Ministério da Fazenda (responsável pelo exame da viabilidade fiscal, como a existência da margem de 1% da receita líquida corrente) e da Casa Civil da Presidência da República, podendo haver convite a órgão da área competente. As decisões serão por unanimidade e devem permitir que não haja contestações nos escalões inferiores do serviço público.

O CGP deverá emitir resoluções sobre diversas matérias, como a definição dos serviços prioritários em regime de PPP, aprovar o Plano de Parcerias Público-Privadas (PLP), disciplinar os procedimentos para contratação de PPP, autorizar a abertura do processo licitatório e aprovar o edital, bem como apreciar os relatórios de execução dos contratos e prestar contas ao Congresso Nacional e ao Tribunal de Contas da União. O acompanhamento e a fiscalização de cada licitação ficará a cargo dos ministérios e agências reguladoras pertinentes.

Pelo mesmo diploma legal foi criada, ainda, a Comissão Técnica das PPPs (CTP), composta por dois titulares e respectivos suplentes dos três órgãos do CGP, um titular e respectivo suplente dos Ministérios do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior, dos Transportes, das Minas e Energia, da Integração Nacional e do Meio Ambiente, bem como um titular e respectivo suplente dos três maiores bancos federais (BNDES, Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal), podendo ser convidados técnicos de órgãos da área competente envolvida. A CTP tem por atribuição subsidiar as decisões do CGP, devendo, entre outras prerrogativas, propor a definição dos serviços prioritários em regime de PPP, recomendar autorização para licitação, propor procedimentos para celebração de contratos e elaborar proposta de plano e minuta de relatório de acompanhamento de sua execução. Os trabalhos referentes a essas atividades terão como secretaria executiva a Assessoria Econômica do Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão.

### 3. Premissas de uma PPP: Objetivo e Prioridade

A PPP em infra-estrutura aplica-se a contratos de prestação de serviços relacionados a projetos de investimento que atendam a interesses da administração pública, predefinidos como objeto de licitação de concessão. Nos editais e contratos serão identificadas as suas metas e as formas de medir sua realização. *Esses projetos somente serão classificáveis como PPP se não forem auto-sustentáveis e exigirem, necessariamente, o aporte total ou parcial de recursos orçamentários públicos, cujos pagamentos serão feitos exclusivamente em função do atendimento de indicadores acordados e contratados entre as partes (covenants).*

Essa redação da lei de PPP no Brasil eliminou o receio de que todas as concessões de serviços públicos só atrairiam interessados privados nessas novas bases, esvaziando as formas sem garantias do Estado. Também definiu o tamanho das operações ao limitar a PPP, no alcance da lei, a projetos iguais ou maiores que R\$ 20 milhões.

A Lei 11.079/04 classificou a PPP em dois tipos: *concessões patrocinadas* (estradas, por exemplo), para projetos em que exista contrapartida do poder público, e *concessões administrativas* (centros administrativos e presídios, por exemplo), para projetos em que o Estado seja o usuário direto ou indireto da concessão e responda exclusivamente pelo fluxo de pagamentos. A lei excluiu do regime de PPP os contratos de obras públicas, que continuam regidos pela Lei 8.666/93, e os contratos de concessão comum (auto-sustentáveis), que continuam regidos pelas Leis 8.987/95 e 9.047/95, as quais, entretanto, terão aplicação subsidiária nas operações de PPP.

No Brasil, a grande necessidade de realização de investimentos em infra-estrutura choca-se com a pouca disponibilidade de recursos públicos para efetuar desembolsos e as restrições fiscais e orçamentárias, como demonstra a *exigência federal de inclusão do projeto de PPP no Plano Plurianual (PPA) de 2004/07*. Essa necessidade explica as inovações da legislação e os cuidados para que não haja retrocessos.

Outra premissa, que vem sendo relegada a um segundo plano na discussão pública, embora presente entre os técnicos e operadores (que a compreendem por experiência), é a necessária revisão econômico-financeira dos projetos. Qualquer pessoa que tenha feito uma obra em casa sabe que ela não leva o tempo estimado nem se restringe ao custo previsto originalmente. Todos os projetos exigem um colchão de fontes para cobrir essa comple-

mentação e uma tolerância nos prazos para cobrir incertezas e imprevistos (foro de negociação). Essa premissa pode pressupor que haverá uma política de gestão dos contratos, compartilhada preferencialmente para a tomada de decisões e respostas rápidas a pedidos de excepcionalidade (*waiver*).

Outro ponto que necessita de esclarecimento é o uso por alguns do conceito de *private finance initiatives* (PFI). Trata-se da nomenclatura oficial na Grã-Bretanha, que inclui não só a PPP (sem auto-sustentação), como também as parcerias auto-sustentáveis (*project finance*). Aliás, a Lei 11.079/04, sobre PPP, restringiu estas últimas ao campo das grandes concessões de infra-estrutura, enquanto o conceito de PFI continua tendo um sentido mais genérico, mesmo para o caso de projetos sem auto-sustentação. No entanto, ele é mais abrangente e não representa um sinônimo de PPP.

Também vem sendo citada como vantagem da PPP o *value for money* (VFM), que, *grosso modo*, é a mensuração da diferença apurada entre o que seria fazer a mesma obra através do Estado ou de um particular contratado para assumir seus riscos e custos. É possível que possa existir uma agregação de valor mensurável nos projetos, mas isso tem de ser feito de forma quantitativa, como, por exemplo, comparando-se os custos entre concessionárias públicas e privadas. Note-se que isso não significa que a tarifa cobrada do usuário sairá automaticamente mais barata pelo uso de uma PPP.

Tomar como premissa que todas as obras do setor público são mais caras que as do setor privado não é uma verdade, especialmente com os inúmeros exemplos de obras entregues a concessionários privados paralisadas ou com superfaturamento apontado em tribunais de contas. Assim, o eventual VFM terá de ser verificado empiricamente caso a caso, pois depende da existência de real competição entre os construtores e da capacidade de fiscalização do Estado para não permitir uma sobrevalorização possível nesse tipo de obra.

Outra característica de economias emergentes é a insegurança quanto ao marco regulatório e ao controle de custos, sujeitos a crises cambiais com desvalorização da moeda nacional. Nesses dois casos a iniciativa privada tem instrumentos tanto de pressão parlamentar como financeiros de *hedge* de que o setor público não dispõe. Além disso, é preciso também relativizar algumas premissas aceitas como verdadeiras na literatura estrangeira sobre economias como a nossa [Al-Jayyousi (2003)]. Uma delas é a de que o envolvimento do setor privado através de PPP tende a trazer benefícios para a prestação de serviços públicos na mesma medida em que o setor público tende a ser ineficiente, pelas razões a seguir apresentadas:

- **Serviços públicos geridos por entes privados são mais questionados do que quando realizados por estatais em função da controvérsia sobre os interesses dos controladores** – Isso pode ser tomado como verdadeiro com base na experiência genérica, mas deve-se levar em consideração a imagem da concessionária e seu histórico. Também há concessionárias estrangeiras que mandam suas terceiras equipes para os países em desenvolvimento e querem simplesmente impor padrões da matriz de encanamentos ou de equipamentos que não condizem com a experiência ou cultura locais e insistem nisso até dobrarem os usuários ou serem expulsos por uma crise que extravasa sua competência. Arrogância também existe no setor privado.
- **O próprio governo fica mais à vontade para criticar e atuar contra uma operadora privada de serviços públicos do que contra uma estatal** – Também é uma verdade que deve ser relativizada onde não existir uma cultura de funcionários públicos estáveis e profissionais. Há exemplos de administrações de países e de unidades federadas ou confederadas em que é comum o fato de, por ocasião de uma mudança de governo, com a ascensão da oposição, haver uma verdadeira “caça às bruxas” sobre os projetos ou a gestão da administração anterior, com muito mais vigor do que haveria sobre uma concessionária privada.
- **Uma operadora privada tende a ter um grande incentivo para reduzir perdas e buscar ganhos de eficiência em função da sua lucratividade** – É uma aparente verdade, mas depende de como sejam o objeto da concessão e o sistema de cobrança. Há sistemas de abastecimento e saneamento que levam em consideração o volume de água disponibilizado, caso em que o desperdício pode ser até estimulado pela concessionária privada. O foco da premissa estaria errado, pois concessionárias privadas têm interesse em reduzir perdas de água *se* isso significar menores lucros.
- **Concessionárias privadas, especialmente estrangeiras, tendem a trazer mais tecnologia e inovações internacionais do que estatais** – Isso tanto parece ser verdadeiro ao senso comum que foi uma das justificativas usadas no Congresso para defender a PPP. Mas as companhias privadas de serviços públicos tendem a ter parcerias, às vezes internacionais, com fornecedores e fabricantes de suas matrizes (externas ou de unidades internas de uma federação), o que pode, ao contrário, colocá-las na contramão de inovações tecnológicas que afetem seus interesses globais.

Segundo a experiência coletada de outras culturas, os itens mais importantes para o sucesso de uma PPP seriam os seguintes [Demirag, Dubnick e Khadaroo (2004)]:

- **Capacidade do setor público** – É a definição dos termos do edital ou dos objetivos contratados que regerá o sucesso da concessão ou da parceria, sendo a qualidade das equipes públicas determinante para o sucesso do acompanhamento dos resultados da parceria. Por exemplo, o objeto do edital pode falar em medições de uso ou em qualidade do serviço disponibilizado, com resultados completamente diferentes, mesmo que para serviços semelhantes.
- **Envolvimento dos usuários de serviços públicos** – Nos países em que há instrumentos democráticos de aferição da satisfação da população, esse envolvimento tende a ter um significado muito maior do que naqueles em que houver uma classe política ou tecnocrata blindada em seus privilégios. É ele que definirá também a capacidade de reavaliação de procedimentos e decisões, desde que haja instrumentos legais que permitam que isso seja levado em consideração.
- **Arcabouço legal e institucional estável** – Qualquer projeto dessa natureza depende de um estudo de demanda, de sua capacidade em captar fontes de recursos e de sua viabilidade técnica. Para a primeira premissa, é preciso saber que parcela (ou totalidade) da população será atendida; para a segunda, é preciso definir a estabilidade de um fluxo de receita que remunerará capitais próprios ou de terceiros; e, para a terceira, é preciso estabelecer o que será feito no longo prazo, para que se possam determinar os custos e os investimentos necessários. Em qualquer desses casos, um arcabouço legal e institucional estável (regulatório inclusive) é fundamental.
- **Boa estrutura de governança corporativa** – Contratos de parceria implicam uma gestão compartilhada, até mesmo através de indicadores contratuais de obrigações de fazer e de não fazer (*covenants*), discussões sobre revisões técnicas, econômico-financeiras e políticas. Em qualquer caso há necessidade de se estar falando sobre quantificações conhecidas e aceitas por todas as partes, o que só é possível através de bons instrumentos de governança corporativa. Eles devem mesmo estar previstos nos contratos de parceria e ter terceiros certificadores de resultados e instrumentos de solução de conflitos (arbitragem etc.).
- **Processo licitatório aberto e universal** – Sem definições claras de objetivos, sem processos licitatórios transparentes e imparciais, bem como sem instrumentos de medição de resultados aceitos pelas partes envolvidas, haverá apenas uma formalização de acordos já existentes, sem VFM e sem ganhos para o Estado ou para a população.

#### 4. Conciliação de Interesses e Disponibilidade de Recursos

Para interessar ao Estado a PPP deve proporcionar ao setor público alguma economia mensurável ou ganho identificado de eficiência, diante da alternativa de realização direta do investimento público, embora utilizando recursos orçamentários escassos. Caso contrário, corre o risco de se tornar apenas uma forma de deslocar gastos presentes para uma necessidade de fluxo de desembolsos futuros, sem discussão de mérito. *Uma PPP pode ser legal, mas não ter legitimidade perante a população, o que porá em risco a sua continuidade no longo prazo e aumentará o risco de crédito. A PPP também tem de interessar claramente aos contribuintes e aos consumidores para ter legitimidade.*

Estudos acadêmicos em países emergentes indicam a possibilidade de agregação de ganhos para o Estado pela redução da corrupção, quando se tratar de contratos de empreitada (*turnkey*), ou pelo valor agregado, quando da conclusão de obras que, de outra forma, não seriam terminadas ou seriam postergadas com custos para a sociedade. No caso brasileiro, a PPP senão é só uma opção, mas uma solução para a falta de opção, diante do contingenciamento de recursos obrigatório. Nesse caso, seria difícil aceitar o VFM, pois não há possibilidade real de fazer a mesma obra através do setor público.

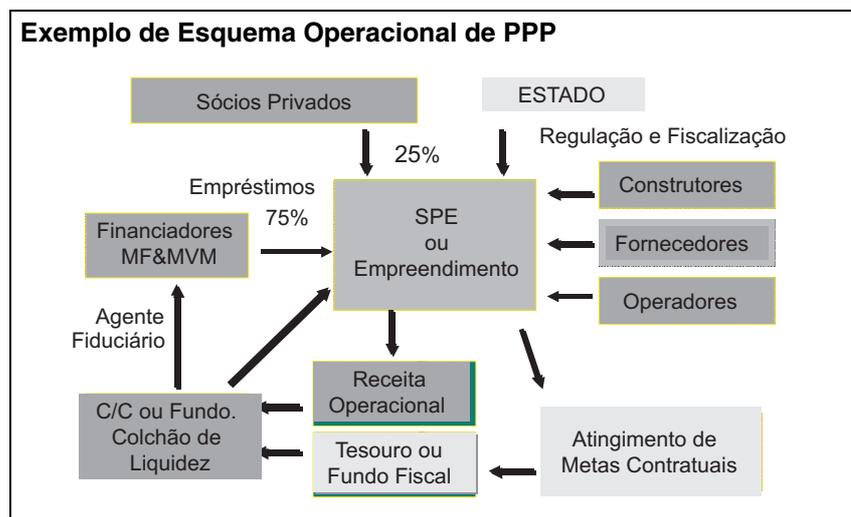
Outro conceito extensamente estudado na literatura acadêmica internacional sobre PPP é a *accountability*, que significa a assunção de responsabilidade, especialmente civil, administrativa e penal, pelo concessionário, que deve prestar contas de suas ações. Isso significa que só haverá ganhos para a sociedade quando houver responsabilização pelos atos referentes a um projeto que gerem perdas (abandono, superfaturamento etc.). Se houver impunidade, seja em obras públicas ou privadas, a discussão sobre vantagens da PPP torna-se acadêmica.

Nesse aspecto, a questão a estudar é se em uma PPP haverá maior cobrança sobre a sociedade de propósito específico (SPE), associada a questões de imagem, por exemplo. Há uma expectativa geral de que uma PPP será mais transparente porque estará submetida a regras de governança corporativa de sociedades empresariais, embora isso dependa da natureza do serviço, de seu caráter monopolista e da qualidade dos institutos da sociedade civil para acompanhar essas informações.

Entretanto, não se deve esperar mais transparência em termos absolutos, pois isso dependerá de como tiverem sido definidos os objetivos do projeto na licitação pública original. Uma PPP só pode atuar de acordo com seus limites legais e contratuais. Além disso, projetos públicos podem ser legais e terem legitimidade perante a maioria dos atendidos no momento de sua contratação e perderem legitimidade em função da forma de sua construção ou das cobranças de tarifas feitas pela concessionária.

Supondo que o projeto atenda a uma demanda real da população, isso também depende de quem a concessionária percebe como seu cliente: se o poder público ou seus cidadãos (cujos interesses nem sempre coincidem). Supondo que a concessionária perceba como cliente a população, essas parcerias tenderão a ser mais abertas a suas demandas, pois uma crise de legitimidade é reconhecida como risco.

A PPP para grandes projetos de infra-estrutura, tal como no caso dos participantes de um *project finance*, interessa a toda uma gama de agentes, entre os quais se destacam as empreiteiras, passando por consultoras, escritórios de assessoria (econômica, legal, técnica etc.) e, naturalmente, bancos e seguradoras. Entre os credores também podem ser listados os fundos de pensão de patrocinadores públicos ou privados e os fundos de investimento. *A atenção central deste texto está voltada para os riscos do crédito e para as formas de mitigação possíveis.*



Para que uma PPP consiga interessar ao setor privado e estruturar-se financeiramente, o parceiro privado exigirá que, além de lhe ser assegurado o retorno do capital investido (majoritariamente financiado por credores, como fica implícito na lei), também venha a gerar lucros ou sinergias mensuráveis (parcela que deve ser proporcional ao cumprimento das metas). Em contrapartida, será chamado a comprometer capital próprio, a garantir a implantação e a assumir endividamento de longo prazo através da SPE sob seu controle.

Como uma PPP não é auto-sustentável, as taxas de retorno não serão atrativas para um empresário privado, devendo o Estado cobrir a diferença até torná-las competitivas com outras atividades. Esse retorno pode se dar através de dividendos, pagamentos diretos ou ganhos em sua cadeia de produção, cobrindo toda gama de sinergias possíveis.

O setor privado, atento às oportunidades de negócio, tem se manifestado em diversos eventos promovidos desde 2003 através de seus órgãos e associações de classe setoriais. Esse envolvimento, já a partir da redação dos primeiros editais de licitação das concessões em regime de PPP, gerará negociações e propostas que afetarão a maneira como os investimentos em infra-estrutura são realizados no Brasil, pois os participantes dessas primeiras operações definirão o padrão futuro, se forem bem-sucedidos. Há questões que ainda exigem cautela nas minutas a serem redigidas, como a aplicação do poder discricionário para término ou pagamento do contrato de concessão, a absorção indireta pelo Estado de endividamentos em moedas estrangeiras e o limite de risco provido pela SPE diante de uma aplicação mais abrangente da desconsideração da personalidade jurídica.

A PPP interessa, em tese, aos fundos de pensão por poderem ofertar títulos de longo prazo que atendem à necessidade de pagamento de benefícios diferidos de acordo com a expectativa de vida de seus participantes. Aqui, entretanto, há que se observar o tripé de qualquer investimento privado: rentabilidade, segurança e liquidez. Uma garantia de fluxo de caixa regular e de longo prazo pode interessar aos fundos de pensão, mesmo com uma baixa rentabilidade (se houver segurança e liquidez). Assim, haverá mercado para empreiteiras interessadas na construção que venham a implantar o projeto e que poderão vender o controle da SPE operadora ou securitizar sua receita para fundos de pensão, depois da maturação de um pagamento estável pelo parceiro público.

Os fundos de pensão, especialmente os de patrocinadoras públicas, sabem que são a “noiva bonita” da PPP e usarão esse seu poder para escolher os

melhores projetos e com menor risco. Há um enorme receio entre os participantes (aposentados e ativos), manifestado em diversos eventos do setor, de que lhes sejam impingidos projetos políticos, embora pareça que, até agora, o governo federal vem atuando de forma a atraí-los mais pelas vantagens comerciais e pelas garantias de credibilidade criadas na lei.

Não se deve perder de vista que a PPP só funcionará se atrair os maiores fundos de pensão (todos com patrocinadoras estatais), a partir da compreensão de que eles necessitam de produtos de investimento de longo prazo para o pagamento do cálculo atuarial de benefícios, mas com segurança, para não se exporem a sanções da Secretaria de Previdência Complementar e a demandas judiciais, que podem atingir até as pessoas físicas dos gestores. As operações contratadas junto ao mercado com captação democratizada poderão ter como garantia contratual uma obrigação de compra (*put*) por parte de instituições financeiras públicas, as quais, caso honrado o contrato, deverão ser compensadas pelo governo.

A programação estratégica para a participação em projetos de infra-estrutura do porte aqui tratado tem um desenvolvimento de longo prazo, pois esses projetos a serem desenvolvidos iniciam seus estudos com meses ou anos de antecedência. Investidores institucionais escolhem seus objetivos em um ano, incluem recursos em seus orçamentos de investimento, contratam a estrutura das operações e só no ano seguinte desembolsam recursos. A estruturação financeira em particular também exige tempo. Essa visão, somada aos cuidados políticos dos primeiros editais, mostra que os resultados concretos em investimentos da nova legislação só devem aparecer em 2006.

Considerando-se, de forma otimista, que a confecção dos editais e a contratação da concessão devem tomar cerca de quatro meses, que a estruturação das operações de crédito devem levar, no mínimo, igual período e que há limitações às contratações pelo setor público nos seis meses anteriores a uma eleição, resta uma janela de alguns meses em 2006 para as primeiras PPPs.

Uma PPP exigirá prazos dilatados de planejamento, elaboração, implantação e operação, primeiramente no setor público e depois na negociação dos contratos de estruturação financeira e jurídica, para reduzir os riscos esperados (em alguns países chegaram a ser de seis a 10 anos para grandes projetos, considerando-se a resistência política). Isso não condiz com as esperanças que o tema hoje desperta e com a idéia de que a PPP possa se constituir em uma rápida panacéia. Sua complexidade de estruturação advém do fato de serem projetos de infra-estrutura, mas também de serem

estruturas jurídicas novas, talvez com grande resistência daqueles que se sintam eventualmente prejudicados. A definição de um cronograma de realização dos inúmeros passos deve ser um dos primeiros pontos a serem cuidados logo após a definição dos objetivos do setor público.

Como a PPP exige a prevalência do interesse público sobre o individual, seu primeiro passo é a *definição precisa pelo órgão gestor estatal criado por instrumento legislativo dos objetivos a serem alcançados pela administração pública, seguindo-se a escolha da forma mais eficiente para atendê-los*. O detalhamento do caminho crítico dos pagamentos pelo fundo garantidor e a definição do gestor desse fundo não haviam sido feitos até abril de 2005. Vários estados e municípios ainda estavam em fase de discussão legislativa sobre a PPP em sua esfera de competência ou mesmo em estágio até mais incipiente. Entretanto, a urgência desses debates reflete a necessidade de investimentos que esse instrumento parece oferecer.

Uma definição política de resultados rápidos sugeriria ao Poder Executivo sua aplicação mais imediata em projetos já existentes (como é o caso da rodovia MG-050), em que a concessão de exploração a particulares permitiria liberar recursos que estariam comprometidos, economizando na diferença entre o valor orçado originalmente e aquele obtido pela licitação por menor contraprestação do Estado. Essa não é a tendência dominante nos entes públicos envolvidos, que querem a PPP para obras novas e urgentes.

## 5. Possibilidade de Estruturação Financeira

Há uma semelhança entre a estruturação financeira de uma PPP e de um *project finance* (em que a análise centra-se mais no fluxo de caixa positivo do projeto) no comprometimento efetivo das partes em agirem em conjunto e estarem dispostas a montar sofisticadas estruturas para a obtenção das metas pretendidas (“todos no mesmo barco”). São elementos comuns a segregação através de SPEs, a securitização da receita futura em títulos que possam ser negociados, o foco em infra-estrutura com as regras das concessões (quando aplicáveis) e as técnicas de diluição e mitigação de risco, calcadas em contratos e seus eventos (*covenants*).

Usando as experiências com *project finance* em infra-estrutura, pode-se genericamente dizer que o mercado financeiro considerará a (“bancabilidade” da) PPP como de alto risco, pela necessidade de grande volume de recursos durante a longa fase de implantação, que exige financiamentos e garantias corporativos, pelo risco regulatório durante a operação do serviço,

que pode alterar os custos, e pelo risco político da inadimplência da contrapartida do setor público, que pode frustrar a receita esperada.

A percepção de que o risco em PPP e sua mitigação possuem uma forte base legal e a relutância dos bancos privados têm levado os grandes escritórios de advocacia brasileiros a desprezar a mera assessoria às consultorias para tentar assumir a posição de estruturadores das operações junto ao setor público, repetindo um processo que ocorreu no ciclo final das privatizações no governo passado.

Sem a utilização de instrumentos inovadores de crédito do mercado financeiro e de capitais, os parceiros privados provavelmente procurarão os bancos públicos, como o BNDES, a CEF, o BNB, o BRDE e o BB, com o objetivo de solicitar colaboração financeira para os investimentos de maior porte, repetindo-se os percalços encontrados na utilização de *project finances* (negociações demoradas e caras no planejamento e na implantação). Nesse ponto, a lei criou uma possível situação de conflito de interesses, pois definirá como gestor do fundo garantidor das parcerias um banco federal, em que necessariamente haverá busca de colaboração financeira pelas SPEs, exigindo boas normas de segregação de interesses (*chinese wall*).

Assim, pode-se presumir que, devido ao risco, os agentes financeiros e investidores interessados tendam a exigir múltiplas fontes para o projeto (*multisourcing*, com bancos, seguradoras e instrumentos de mercado de capitais) através de múltiplos agentes financeiros (sindicalização por meio de consórcio) e utilização de governança corporativa (agentes fiduciários e contas centralizadoras de recebíveis) por terceiros (*stakeholders*), que permita acompanhamento estrito da evolução do empreendimento.

As regras prudenciais do Banco Central exigem que os agentes financeiros diretos ou indiretos só assumam obrigações em função da qualidade de suas carteiras. Ao risco existente somar-se-á o risco do projeto (SPE) para definir o limite de crédito a ser oferecido pelos agentes financeiros. Não parece estar havendo um movimento de participação ativa dos bancos privados nesse primeiro momento, ao contrário do que ocorreu em *project finances* de telecomunicações, logística e energia na década passada.

Como nos *project finances*, a participação do capital de terceiros pode chegar a 80% das fontes, reduzindo o risco do capital próprio e estimulando os empreendedores. Para evitar que todo o risco seja assumido pelos agentes financeiros públicos e pelos fundos de pensão de patrocinador estatal, há um

limite de 80% para essas fontes (90% em áreas mais pobres). Essa foi uma definição política tomada no Congresso, em função de os patrocinadores públicos de fundos de pensão, que têm *status* de entidades fechadas de natureza privada, poderem vir a sofrer pressão para cobrir um fundo deficitário em função de uma PPP malsucedida.

A experiência internacional cita a necessidade da existência de um mercado de capitais maduro como um dos fatores de sucesso da PPP. Isso permitiria o uso de instrumentos financeiros criados sob medida, como operações de securitização dos créditos contra o setor público para divisão do risco com investidores institucionais e captação através de instrumentos de democratização do capital (por exemplo, com o lançamento pela SPE de debêntures conversíveis, lastreadas pelos recebíveis do projeto). O uso de direito de compra (*call*) e de obrigação de compra (*put*) pode vir a tornar-se um instrumento fundamental para garantir um direito de saída que ajudaria a atrair os fundos de pensão e outros investidores de peso.

Também é importante a existência de um mercado de seguros sofisticado e complexo para mitigação de riscos. Como o mercado brasileiro de produtos securitários é estreito, as apólices são transacionadas caso a caso, encarecendo as operações, o que torna necessário uma negociação com as seguradoras para desenvolver produtos com a finalidade de mitigar os riscos já encontrados em *project finance*. Os mercados de capitais e de seguros são dois fatores de mitigação de riscos que devem, ainda, ser desenvolvidos no Brasil.

A PPP deve caminhar para formas mais próximas a um *project finance*, na medida em que a lei permite a divisão com o Estado dos ganhos na repactuação futura de empréstimos e no incremento de receitas próprias do projeto (prêmio de sucesso, superlucro etc.). O uso de estruturas de *project finance* pode exigir, para mitigar o risco de gestão, uma estrutura contratual complexa e um compromisso total com a transparência na gestão, baseado em um claro sistema de governança corporativa e balanços auditados, indicando a necessidade de contratar terceiros para certificar com credibilidade os eventos contratuais.

Também no caso da estruturação da operação, ao contrário de instrumentos de financiamento de longo prazo únicos, os agentes financeiros deverão utilizar empréstimos-ponte, com garantias de ativos estranhos ao projeto, durante a fase de implantação, para migrar para empréstimos de longo prazo apenas na fase de operação, calcados em sua receita.

## 6. Formalização Jurídica

A constitucionalidade do modelo está baseada no artigo 175, parágrafo único, da Constituição Federal, que permite que lei específica trate de detalhes de concessões de serviços públicos, o que se encaixa perfeitamente como concessão patrocinada. Já a concessão administrativa, que será composta por serviços prestados à administração, é desconsiderada por uma corrente de juristas como concessão, devendo ser definida como prestação de serviços privados, cobertos por outros artigos da Constituição que permitem esse contrato (artigo 28, por exemplo). Para o Direito, chamar ou não de concessão não é importante, mas sim a natureza do contrato.

Essa discussão tem por base o argumento de que a concessão administrativa estaria fraudando princípios da existência de outros servidores próprios do Estado ou usurpando suas funções. A resposta a esse questionamento pode ser encontrada no parágrafo terceiro do artigo 4º da Lei de PPP, que determina a indelegabilidade das atividades de Estado. Assim, somente a hotelaria de escolas, hospitais e presídios poderia ser objeto de PPP, mas não as funções em que haja servidores públicos (médicos, professores e agentes penitenciários).

Outra dúvida de natureza constitucional estaria ligada ao dispositivo contido no artigo 163 da Constituição Federal, que exige lei complementar para as garantias de PPP de que trata a Lei 11.079/04, que é uma lei ordinária. A resposta é que a Lei de PPP apenas explicita a Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar 191/95) e a garantia é exercida por um fundo privado.

A última questão constitucional aqui examinada diz respeito ao exame do que é norma geral, aplicável em todo o território nacional, e do que não é (Adin 927, RS), podendo ser disposto de forma diferente em legislação de outro ente da federação. Isso é importante diante das limitações criadas na lei para dar credibilidade à obrigação do Estado, como os limites de 1% da receita líquida corrente no valor de R\$ 20 milhões para o projeto. Esse é um tema em que se necessita de cautela, sendo melhor aguardar uma manifestação do Judiciário. Entretanto, mesmo que haja declaração de inconstitucionalidade, ela só será aplicável aos outros entes federados, não havendo redução do texto da Lei 11.079/04.

Esse limite de R\$ 20 milhões, segundo o exame das discussões no Legislativo, foi adicionado para impedir que pequenos serviços, como limpeza, manutenção e segurança, fossem abrangidos pela PPP, pois devem continuar

a ser regidos pelo limite de cinco anos da Lei 8.666/93. Mesmo assim, tal limite não foi expresso sobre o fato de se referir ao investimento inicial necessário ou a todos os desembolsos na vigência dos eventuais 35 anos do contrato, o que deixa margem a dúvidas.

Um dos primeiros aspectos jurídicos a serem analisados está relacionado à natureza dos contratos. Há uma incorporação de normas de Direito Público em contratos de Direito Privado (com os agentes financeiros incluindo a vontade social do Estado em empréstimos bancários, por exemplo) e uma visão privada (econômica) em contratos que devem ser regidos pelo Direito Público (solução de conflitos por arbitragem de terceiros, por exemplo).

O estudo da Lei de PPP deve ser inserido no contexto das transformações sobre o papel do Estado. Há vários pontos em que existe concorrência entre a Lei 11.079/04 e as Leis 8.666/93 e 8.987/95. Alguns merecem destaque, embora ainda não haja uma resposta definitiva para vários deles.

O *projeto básico* exigido pela Lei 8.987/95 é necessário em PPP? Embora haja juristas que defendam essa obrigatoriedade, o veto presidencial a dispositivo expresso sobre a matéria na Lei 11.079/04 e as discussões no Congresso permitem aceitar que ele não seja obrigatório, cabendo a cada licitante incorporar as vantagens tecnológicas que julgar convenientes.

A previsão de *inversão das fases de habilitação e exame de propostas* já possuía antecedentes na legislação, mas pouco conhecidos. Isso, entretanto, não impedirá o adjudicante de sofrer contestação administrativa e judicial em sua habilitação.

A previsão de *saneamento de falhas* durante a licitação foi uma boa inovação, que teve um precedente na hipótese de diligência já prevista na Lei 8.666/93, mas o seu limite deverá ser objeto de regulamentação mais detalhada. Prevalecendo os princípios da boa-fé e da eficiência, a comissão de licitação deverá examinar os casos de sua aplicação. Por exemplo, não é admissível a entrega de um envelope quase vazio quanto à documentação exigida com a esperança de atendê-la mais tarde.

As normas da lei sobre *arbitragem* e, conseqüentemente, sobre *jurisdição* trazem uma discussão bastante complexa. Há uma corrente de juristas que entende que, como o interesse público é indisponível e segue o princípio da legalidade, a arbitragem pode ser aceita para um interesse público secundário (meios para a prestação de um serviço de saúde, por exemplo), mas

não para um primário (atendimento médico), que teria de ser submetido ao Judiciário. Tal interpretação pode dificultar a PPP até que se defina onde está essa fronteira caso a caso. No outro extremo, há juristas que entendem que a exigência de a arbitragem ser no Brasil e em português (o que foi uma solução de compromisso obtida no Congresso para permitir a previsão da arbitragem) viola o princípio constitucional da proporcionalidade, devendo ser declarada inconstitucional. Note-se que, se necessário, nada impede que seja usada outra língua, *também*. Além disso, pode-se argumentar que o fato de a arbitragem ser feita no Brasil até facilita a sua executabilidade.

Há a interpretação de que a arbitragem é um método de solução amigável de conflitos e a ela não se aplica o conceito de exigência de exame jurisdicional, pois não há renúncia. O Código de Processo Civil permite preestabelecer um critério para a solução de conflitos emergentes, e a Lei 8.987/95 tem previsão de solução amigável de conflitos, sempre buscando o acordo que melhor atender ao interesse público.

O *Fundo Garantidor* de PPP (FGP) foi um instrumento criado para evitar, dentro de seus limites de manter o fluxo de caixa, o uso de precatórios para os pagamentos exigidos. Entretanto, há também uma corrente de juristas que entendem ser ele inconstitucional, pois significa não respeitar a isonomia na ordem de pagamentos da União. Embora de natureza privada, pertence à União e será gerido por um agente financeiro estatal federal. *Há, pois, que, para defendê-lo, reconhecer que ele tem personalidade jurídica própria, através da interpretação da lei que lhe dá todas as características de uma sociedade estatal: administração própria, natureza privada, patrimônio, direitos e deveres próprios.*

O ideal seria ter usado a sistemática (permitida para outros entes da federação) de uma companhia de ativos que tem personalidade jurídica própria e estaria sob o amparo do artigo 173 da Constituição Federal quanto aos precatórios. A rejeição do uso dessa companhia de ativos, segundo a discussão no Congresso, foi motivada pela dificuldade política (partidária, talvez) de montar sua diretoria e, principalmente, pela possibilidade de extinção de estatais por lei (gerando insegurança para a garantia), caso em que seus ativos seriam revertidos para a União. O FGP só poderá ser extinto quando acabadas as obrigações dos contratos garantidos.

A possibilidade de os credores terem o direito de acesso ao controle da SPE (*step-in-rights*), em caso de insucesso do projeto, foi uma interessante novidade jurídica para a segurança dos agentes financeiros. O fato de não existir previsão legal anterior permite supor que ocorrerão demorados

questionamentos judiciais até que haja jurisprudência firmada. Entretanto, a assunção pelos credores pode ser defendida com base no interesse público na conclusão ou operação do produto ou serviço.

A caracterização do evento que permitirá a assunção do controle é um ponto ainda carente de boa definição legal em nosso Direito. Pode-se estudar o uso de uma *golden share* ou de um acordo de acionistas, mas será preciso delimitar com clareza no estatuto da SPE os assuntos para os quais os direitos decorrentes da *golden share* ou regulados nos acordos de acionistas poderiam ser utilizados para esse fim. Outros instrumentos úteis seriam o usufruto e a propriedade fiduciária de ações, também previstos na lei de sociedades por ações.

Outro ponto não percebido na discussão pública é o real interesse dos agentes financeiros públicos em exercer esse acesso ao controle, que, historicamente, é visto como uma solução cômoda para o empresário inadimplente (“toma que o filho é teu”). Embora possa vir a ser um importante elemento de negociação na recuperação de crédito, isso deve ser encarado com cautela, pela extensão de responsabilidade em um empreendimento com problemas à luz da aplicação judicial da teoria da desconsideração da pessoa jurídica.

A mitigação do risco operacional exige clareza na definição das metas que o governo quer acompanhar e a forma de sua medição, pois essas metas também serão transcritas nos instrumentos de empréstimo como eventos geradores de suspensão ou resolução de obrigações. O contrato pode permitir um período para sanar o descumprimento das metas, caso elas não tenham sido atingidas integralmente, para só depois haver a suspensão dos pagamentos, mas em qualquer caso deve estabelecer a quem cabe a responsabilidade (parceiro público ou privado) em caso de interrupção do fluxo de receita necessário ao pagamento dos empréstimos captados para o investimento. O fundo garantidor (fiduciário) ou a companhia de ativos poderão representar um colchão de liquidez para problemas conjunturais com os recebíveis por um período que não comprometa a viabilidade operacional do empreendimento, funcionando menos como um instrumento de recuperação de crédito.

A uniformização dos contratos nos diversos setores em que serão utilizados, concentrados no órgão gestor e constituindo um arquivo único, esclareceria boa parte das dúvidas na redação dos contratos e reduziria o risco de diferentes interpretações dos contratos de PPP. Deve-se procurar alguma uniformidade na defesa em juízo de questionamentos sobre contratos de

PPP, pois a jurisprudência em uma ação contra um município pode afetar estados e União pelo entendimento em tribunais superiores. Os grandes escritórios de advocacia têm rápida difusão de precedentes judiciais na busca de clientes, o que não ocorre entre os setores jurídicos dos diferentes entes da federação. A padronização de instrumentos legais também permitiria um maior acesso dos órgãos da sociedade civil e um fácil manuseio para os futuros estudos acadêmicos.

Alguns instrumentos já utilizados podem ser úteis. O seguro-garantia de implantação, bancado pelo patrocinador privado ou pelo construtor, é a melhor forma de mitigação do risco de conclusão de obra. As contas centralizadoras e pagadoras de recebíveis (*escrow accounts*) podem receber diretamente os empenhos de pagamento tal como previsto em lei, desde que haja também previsão contratual entre os interessados. Os contratos de *leasing* oferecem algum conforto aos credores por manterem a propriedade dos bens financiados em suas mãos.

Também não existe ainda uma modelagem perfeita de garantias para a PPP, exigindo flexibilidade e criatividade dos credores para encontrar formas de mitigação do risco de mercado e, especialmente, político. Recursos de agências multilaterais podem funcionar até certo limite, pois costumam requerer garantia soberana do país. Os agentes financeiros provavelmente exigirão que o risco residual seja dos sócios, se as metas acertadas contratualmente não tiverem sido atingidas e o parceiro público interromper os pagamentos, deixando a SPE sem condições de solvência imediata e de continuação do contrato.

Assim, um desafio primordial consiste em identificar quando e se a responsabilidade dos parceiros privados será solidária ou não. A lógica técnica de garantir a consecução do interesse público exigiria a previsão de responsabilidade solidária, dada pelos parceiros privados pela conclusão e operação do projeto. Essa definição, contudo, é contratual e estabelecida individualmente na ausência de lei específica, exigindo criatividade para não inviabilizar o modelo.

## **7. Riscos do Modelo e Respectiva Mitigação**

### **Credibilidade**

É um fator-chave em toda parceria, especialmente em projetos de longo prazo. A credibilidade quanto à disponibilidade de recursos anuais para

complementação da receita será o fator crítico da implantação da PPP no Brasil, devido à existência de exemplos históricos de quebra de regras contratuais.

A Lei de PPP tratou com rigor a questão da credibilidade na disponibilidade de recursos anuais para complementação da receita. As despesas com projetos de PPP terão de constar dos orçamentos federal, estadual ou municipal, demonstrando que não estão sujeitas ao contingenciamento. Há várias previsões na Lei 11.079/04 para a PPP no âmbito federal que visam atender à credibilidade necessária para atrair investidores e parceiros privados:

- a comprovação do respeito a um limite geral de comprometimento de 1% da receita líquida corrente da União (excluídas as sociedades de controle público federais para existência de margem à licitação de uma PPP);
- os estados e os municípios que não observarem igual limitação estarão impedidos de receber transferências voluntárias da União;
- a existência do FGP (administrado por agente financeiro público), em que a União está autorizada a subscrever R\$ 6 bilhões, que funcionarão como um colchão de liquidez para cobrir impedimentos ocasionais da contrapartida do Estado; e
- as licitações de PPP atenderão às disposições da lei e, supletivamente, das leis de licitações e de concessões.

A Lei de Responsabilidade Fiscal é uma grande aliada prevista na Lei de PPP para restaurar essa credibilidade, permitindo que investimentos relativos à PPP automaticamente constem do orçamento federal, estadual ou municipal. Sua flexibilização poderá ferir mortalmente a PPP.

Outra observação prende-se à esfera de poder em que é executado o processo. Existem processos demandantes de recursos tanto no âmbito federal como estadual e, mesmo, municipal, embora estes últimos sejam os que têm maior dificuldade em atender às limitações, como o valor mínimo. Os processos podem ser completamente diferentes, dependendo da esfera de competência ou mesmo dos sucessivos programas em diferentes governos, em uma mesma esfera legal. A eventual incapacidade das equipes de técnicos públicos para elaborar o edital e acompanhar o contrato de prestação de serviços também pode contribuir para enfraquecer a credibilidade da PPP.

A PPP exige um longo período de negociações e de maturação dos acordos, o que, em geral, não é percebido ou bem recebido por todos os interessados. Tal como no *project finance*, deverá haver um ganho no tempo com a curva de aprendizado, sentida pelas partes privadas e pelos diferentes entes do setor estatal. Também os períodos de operação devem ser compatíveis com o retorno desejado, e os procedimentos de pagamento terão de ser necessariamente adequados a essa condicionante.

Falta jurisprudência em institutos do novo Código Civil, que podem ajudar a PPP, como no caso do direito de superfície. *Toda ausência de certeza será vista como risco* pelos parceiros privados e pelos investidores em títulos decorrentes de PPP, assim como, também, será levada em consideração pelos interessados na parceria *a credibilidade do marco regulatório e de sua operacionalização no longo prazo*. A falta de definições sobre o poder concedente pode deixar de fora da PPP boa parte de projetos de saneamento, que têm um perfil que se encaixa muito bem nesse modelo.

### **Solução de Conflitos**

Uma das condições de sucesso da PPP está em que o método definido para a solução de eventuais controvérsias não pode interromper a execução do projeto, que deve ser rápida e segura (condições normalmente não atendidas pelas lides no Judiciário), induzindo (não obrigatoriamente) ao uso de arbitragem, mediação e conciliação, dentro ou fora das agências reguladoras. Os projetos iniciais e politicamente mais sensíveis não podem estar sujeitos a longas paralisações, como as que ocorrem por força de lides judiciais.

Quanto a esse aspecto de solução de conflitos, há correntes de juristas que têm dúvidas quanto à submissão do Estado e de suas controladas ao arbitramento, dependendo de análise caso a caso. A permissão clara e definida de acesso ao juízo arbitral, não só pelo Judiciário, mas também pelos órgãos de fiscalização, como o Tribunal de Contas, poderia permitir alguma mitigação desse risco, uma vez definidos os casos em que se poderia lançar mão dessa forma de solução de conflitos em contratos. A prevalência do interesse público nessa matéria pode amadurecer a aceitação do juízo arbitral em termos de PPP, mesmo no caso de utilização de organismos internacionais, desde que sejam atendidas as exigências mínimas de nossa legislação. É interessante notar que a Lei 11.079/04 exige que a arbitragem seja feita no Brasil e em português, mas não veda a aplicação de legislação estrangeira na interpretação do contrato.

A utilização desses instrumentos mais sofisticados costuma demandar que as equipes dos representantes do Estado, responsáveis pelo planejamento e acompanhamento de uma PPP, sejam especializadas, multidisciplinares e próximas à fonte de poder político, o que representa uma flexibilidade não muito comum no setor público. Elas devem também mesclar técnicos experientes (análise) com novatos, que serão responsáveis pelo acompanhamento. Os bancos, como o BNDES, têm a vantagem de conhecer o ambiente setorial de infra-estrutura e de possuir equipes de análise e acompanhamento com essas características.

## **Transparência**

Além de solidez macroeconômica, a PPP necessita de estabilidade (não imutabilidade), clareza e transparência do marco regulatório estatal, o que leva à discussão sobre o papel das agências reguladoras setoriais. Também deve ser levada em consideração a forma de operação do marco regulatório, que não deve ser hostil aos interesses de qualquer das partes envolvidas. Deve ser estudada a hipótese de as situações de conflito serem remetidas às formas de solução negociada nas agências reguladoras quanto a matérias de Estado, como a comprovação do cumprimento das metas, desde que haja terceiros qualificados para avaliação independente, podendo as matérias de cunho econômico-financeiro ser levadas a arbitramento extrajudicial, uma vez que a lei expressamente permite o seu uso.

Outra condição para a PPP é a transparência não só do objetivo final do contrato, como das sucessivas metas a serem observadas e das condições em que serão medidas, eventualmente auditadas por terceiros independentes. Essa condição, no âmbito público, exige a observância de responsabilidade fiscal e amplo acompanhamento pelos órgãos competentes. No âmbito privado, a PPP agrega-se à discussão sobre a efetividade de instrumentos de segregação de risco e de securitização, sendo essenciais boas práticas de mercado e, especialmente, de governança corporativa para a participação dos fundos de pensão. Há aí um amplo espaço para a fiscalização pela sociedade civil através de ONGs, de fundações ou mesmo de setores da academia.

A transparência deverá ser exigida nos instrumentos contratuais, e seu acompanhamento pode ser remetido a agentes fiduciários (*trustees*), que permanecerão responsáveis mesmo em caso de reciclagem dos títulos creditórios ou de venda da posição em mercado secundário. Para que haja transparência e igual oportunidade entre os interessados, os credores públi-

cos devem comunicar publicamente, antes das licitações de concessões em bases de PPP, as condições de obtenção de colaboração financeira para o vencedor, permitindo que o poder concedente venha a desqualificá-lo diante da impossibilidade de atendimento das exigências desses credores.

## Riscos

Seguindo os padrões internacionais mais importantes de adequação (“bancabilidade”) das operações de financiamento estruturado, na perspectiva de um banco comercial com atuação global como financiador, estruturador e assessor financeiro, as questões mais importantes relativas a riscos seriam:

- mitigação de *risco político* (relacionado ao risco do país ou soberano, bem como ao risco legal);
- mitigação de *riscos de construção* (seguros-garantia de construção ou seguros de caso fortuito e de força maior, existentes também na fase de operação);
- mitigação de *risco cambial* e de outros *riscos financeiros*;
- mitigação de *risco comercial* (boa percepção do mercado em relação aos compradores ou usuários do serviço (*off-takers*); e
- mitigação de *risco operacional* (incluindo riscos de fornecimento de insumos).

Naturalmente, o item mais importante aqui é a previsibilidade do fluxo de caixa, que normalmente está relacionada aos riscos comercial e financeiro, mas que, numa PPP, também se refere ao risco político. Embora todos, além de identificados nos relatórios de análise e de acompanhamento, exijam alguma forma de mitigação, um deles deverá ser tratado de modo especial.

## 8. Risco do País (ou Soberano)

O risco soberano ou do país envolve aspectos políticos (credibilidade na estabilidade em uma mudança de poder), de moeda ou de câmbio (moratória ou limitações para transferências para o exterior), regulatórios (setorial, ambiental, de concentração econômica etc.) e legal (estudado aqui em separado). É também conhecido, em termos jurídicos, como Risco de Atos de Império ou Atos de Poder do Príncipe, quando interfere em relações

privadas já pactuadas, como no caso de um confisco ou de um programa de racionamento obrigatório.

O risco soberano quanto ao câmbio, por exemplo, pode apresentar-se através de decisões políticas de controle de câmbio em função de problemas de ataques especulativos, embargos, boicotes econômicos ou atos de guerra. Isso normalmente leva ao não pagamento de dívidas do país aos credores externos ou à interrupção das remessas de divisas devidas por força do comércio exterior, afetando fortemente a política do país de captação de divisas em moedas fortes. Um projeto pode ser até inviabilizado por esse motivo, quando decide pela captação de moedas fortes ou depende de exportação para sua receita.

O risco político pode ser assumido pelos sócios da SPE ou pelos financiadores. Há mesmo várias agências multilaterais, empresas e fontes governamentais que oferecem seguros contra riscos políticos, com a cobertura e o montante variando no tempo, segundo condições de mercado. Geralmente, as taxas são altas e o montante disponível a ser assegurado é limitado. A securitização dos recebíveis associados aos contratos de venda da produção de petróleo e gás natural pelos países em desenvolvimento é um exemplo de assunção de risco político pelos compradores desses papéis.

O risco soberano também atinge diferentes entes dentro de uma mesma federação, como é o caso do Brasil. Embora seja menor o risco de limitações à transferência quando os recursos para o projeto são tomados junto a bancos locais, ainda existirão riscos regulatórios se houver diferentes instâncias estaduais ou municipais (o que acontece em casos ambientais no Brasil). Mesmo assim, supõe-se que esses agentes financeiros locais sofreriam financeiramente menos ou teriam outras formas de ressarcimento se o projeto vier a ser impedido de liquidar sua dívida devido à expropriação de seus ativos. Esse risco também pode ser mitigado tomando-se os recursos financeiros para o projeto junto ao Banco Mundial, ao Banco Interamericano de Desenvolvimento ou a outro órgão multilateral de financiamento, os quais ou possuem poder de retaliação ou possuem subsidiárias que cobrem o risco político para países em desenvolvimento.

## 9. Modelo

A exemplo das operações de *project finance*, o modelo de uma operação completa de PPP poderia ser composto pelo desenho a seguir apresentado.

Os agentes financeiros estatais devem ser os provedores de recursos de longo prazo para os empréstimos aos projetos e, por isso, devem montar programas de apoio aos vencedores das licitações, com condições públicas financeiras e não-financeiras, desde que os adjudicantes atendam às condições necessárias para a contratação ou que lhes tenha sido exigido um enquadramento prévio na fase de habilitação. Deve ser exigida em cada licitação a comprovação de que os candidatos tenham um quadro de fontes confiável através de manifestação expressa dos futuros financiadores.

O contrato de concessão deve prever o objeto, esclarecendo se a exigência refere-se a alguma medida quantitativa (volume de tráfego, por exemplo) ou à disponibilidade do serviço (condições de tráfego, por exemplo). A parte mais importante, no que se refere ao financiamento, serão os indicadores de recebimento do serviço e de pagamento (das contraprestações, na concessão patrocinada), que também serão parte integrante dos empréstimos.

As hipóteses de extinção da concessão também devem estar claras, como, por exemplo:

- aditivo ao termo contratual (redução de prazo);
- encampação, ou seja, retomada da concessão, pelo poder concedente por motivo de interesse público, mediante lei específica;
- caducidade;
- rescisão;
- anulação da concessão; e
- falência ou extinção da concessionária.

Após a assinatura do contrato de concessão com o poder público, os instrumentos financeiros com registro público (quando exigido) a serem firmados poderiam ser os seguintes:

- um *contrato de mútuo ou abertura de crédito* da concessionária com um ou mais bancos repassadores, unidos por meio de *contrato de consórcio* ou contrato intercredores (independentes), para o empréstimo-ponte, destinado ao financiamento da implantação (incluindo investimentos anteriores à contratação) em bases corporativas (com garantias de fora do projeto);

- um eventual *contrato de abertura de crédito* entre um agente financeiro público e os agentes financeiros repassadores, prévio a todas essas estruturas;
- um *contrato direto* de financiamento de investimentos com o agente financeiro público com fontes de longo prazo e um ou mais *contratos de financiamento mediante repasse* do(s) banco(s) repassador(es), sob a forma de *mútuo de longo prazo*, para quitar o empréstimo-ponte, quando atendidos os eventos necessários, e também de abertura de crédito de longo prazo para financiar a operação, sempre com normas de governança corporativa, formalizando cláusulas de conforto para os credores (*covenants*) através de indicadores que se constituiriam em eventos contratuais;
- para o financiamento de longo prazo, deveria haver um *novo contrato de consórcio* ou intercredores dos agentes financeiros e *contratos acessórios* de cobrança, depósito, mandato e outras avenças para a constituição das contas centralizadoras e das contas que eventualmente serviam como colchão de liquidez; e
- contratos acessórios de seguros-garantia de construção e de *performance*, por exemplo.

## 10. Pacote de Mitigação de Riscos

Será parte integrante de todos os contratos um pacote de garantias e de mitigação de riscos composto por várias obrigações em favor dos agentes financeiros a serem assumidas pela concessionária ou por seus sócios, como, por exemplo:

- caução das receitas da concessionária;
- propriedade fiduciária dos equipamentos comprados;
- cessão de indenização por rescisão contratual;
- cessão de indenizações por sinistro;
- conta reserva;
- contrato de caução das ações;
- contrato de retenção de ação e recursos de projeto;

- contrato de cessão de direitos de término antecipado;
- contrato de garantia de término antecipado;
- outras garantias.

Esses contratos de cobrança, depósito, mandato e outras avenças (ou outro nome que lhes seja atribuído) teriam diferentes condições contratuais, refletindo a negociação entre as partes e descaracterizando a hipótese de um contrato de adesão. Eles podiam reter toda a receita da concessionária ou apenas parte dela em uma conta centralizadora de recebíveis, e os recursos retidos poderiam ser de gestão livre pelos bancos ou de gestão condicionada a alguma forma de inadimplemento.

Em todos os casos haveria um único banco por contrato representando o papel de *agente fiduciário (trustee)* dessa operação, podendo participar da operação também como credor. Os valores depositados teriam necessariamente que prover as despesas ordinárias da SPE, como salários, tributos, operação e manutenção, mais o serviço da dívida. Sendo insuficiente, deve haver acesso ao colchão de liquidez, formado através de aplicações financeiras vinculadas ou através de acesso ao fundo garantidor ou à companhia de ativos, se houver.

A título de exemplo de uma garantia de recebíveis, podemos supor que as receitas da concessão e os pagamentos do parceiro público serão depositados diretamente nas *escrow accounts*, contas correntes mantidas na instituição financeira depositária e que estarão disponíveis aos administradores da concessionária apenas para movimentação nos termos dos contratos. Uma vez depositados, os recursos na conta corrente são sequencialmente (*water-fall*) usados para honrar os compromissos operacionais e financeiros da concessionária, da seguinte forma: *a*) subtraem-se os desembolsos operacionais, cujo montante encontra-se contratualmente estipulado (podendo haver um teto); *b*) subtraem-se, em seguida, os desembolsos financeiros aos credores e fornecedores; *c*) provisiona-se, eventualmente, uma reserva para contingências futuras na conta reserva do serviço da dívida; *d*) a última prioridade, dependente totalmente da *performance* dos administradores da concessão em atingir os indicadores pactuados, é a conta de investimentos, que vai receber o caixa gerado internamente para a execução dos investimentos, além de empréstimos-ponte provenientes de terceiros a fim de complementar o montante necessário para os investimentos programados; *e*) as sobras de caixa permanecem em conta corrente específica.

A interrupção dos pagamentos a partir de *d* pelo parceiro público em virtude de inadimplência não-financeira servirá, nas condições e prazos pactuados, para o acesso ao controle e a substituição dos administradores da SPE.

A concessionária e seus sócios deverão assumir um contrato de cessão de direitos de término antecipado (*termination compensation assignment agreement*), estabelecendo a cessão, em favor dos financiadores para quitação das obrigações financeiras pendentes, de toda e qualquer indenização que lhes venha a ser paga, decorrente da rescisão antecipada do contrato de concessão, seja por motivos de interesse público, seja por culpa da concessionária ou do poder concedente.

As obrigações dos contratos podem ainda prever estipulações (*covenants*), como, por exemplo:

- impedimento quanto à contratação de qualquer dívida sênior adicional, exceto para fazer frente a mudanças no plano de investimentos (*changing orders*), até o limite fixado no contrato;
- permissão para contratação de dívida subordinada, desde que esteja vinculada à execução do plano de investimentos aprovado pelos principais credores; e
- impedimento quanto à contratação de outros tipos de dívida, acima de um limite estipulado no contrato.

Pode haver um contrato de penhor de ações (*share pledge agreement*), representado pela garantia oferecida pelos sócios de ações na companhia, para garantir o pagamento do empréstimo e de seus encargos. A utilização desse instrumento por parte dos financiadores pode se dar de duas maneiras distintas:

- venda de ações no mercado, visando gerar os recursos necessários ao pagamento da dívida; e
- entrada dos financiadores como acionistas da concessionária, com o objetivo de promover reestruturações necessárias à sua recuperação.

Os sócios da SPE também deverão assinar um contrato de retenção de recursos do projeto (*project funds retention agreement*), que estabelecerá as responsabilidades dos acionistas quanto aos fundos necessários à cobertura de custos adicionais dos investimentos ou de operação e manutenção, bem

como da deficiência de geração de caixa, até a complementação do projeto e a forma como os fundos serão utilizados pela concessionária.

Finalmente, os sócios da SPE poderão ser chamados a comprometer-se em um contrato de garantia de término antecipado (*termination compensation deficiency guarantee agreement*), que estabelece a sua responsabilidade em prover aos financiadores fundos necessários à cobertura de eventuais saldos devedores remanescentes dos financiamentos, após a aplicação da indenização, em situações específicas, como rescisão por mútuo acordo entre a concessionária e o poder concedente, sem a anuência dos financiadores, ou rescisão em virtude de descumprimento do contrato de concessão pela concessionária.

## 11. Empréstimos-Ponte

Os empréstimos-ponte, contratados para a implantação física da concessionária, não devem conter garantia de recebíveis ou adiantar os indicadores futuros do serviço a ser prestado, por cobrirem somente a fase de implantação, em que não há receita, mas exigirão a previsão de cláusulas de *performance (covenants)* relativas à obra, se houver. Seu quadro de usos e fontes seria mais simples e sujeito às naturais adaptações de projetos de empresas novas.

O instrumento de análise dos empréstimos-ponte seria a verificação de *risco corporativo* (garantidos por ativos externos ao projeto e por solidariedade de terceiros). Do ponto de vista jurídico, os empréstimos-ponte são contratos principais e independentes, não podendo ser considerados como pré-contratos (como no caso de uma promessa de subscrição de valores mobiliários).

Os empréstimos-ponte atenderiam à prioridade estratégica de iniciar logo os investimentos das concessionárias, de modo que pudessem atingir as metas exigidas pelo contrato de concessão. Da mesma forma, dariam tempo para que fossem analisados os projetos para a concessão dos empréstimos de longo prazo, permitindo o levantamento mais completo e o estudo dos dados da concessão. A tomada de decisão e a formalização do apoio poderiam ser feitas sem pressão e em bases mais confortáveis para os credores. Entretanto, por representarem uma segregação de risco para a fase de implantação, podem gerar impasses em caso de a análise não recomendar a contratação do empréstimo de longo prazo e exigir a quitação do empréstimo-ponte. Os investimentos complementares da implantação já na fase de

operação seriam incluídos nos contratos do pacote maior da estruturação, que incluiria uma operação direta com o agente financeiro público e os repasses através de seus agentes.

Os empréstimos-ponte teriam a função operacional de permitir compatibilizar a urgência dos investimentos com os prazos prudenciais de análise de operações de longo prazo, especialmente diante das janelas de contratação determinadas pela legislação eleitoral. Com base nas operações no exterior, um plano de negócios em infra-estrutura pode ser posto em operação em dois anos, presumindo-se, assim, em dois anos o processo interno dos patrocinadores da decisão de investir até a sua implementação completa.

Dependendo do setor, haverá estudos e gastos na fase preliminar para determinar se uma implantação pode ser feita de forma modular e qual o tamanho das áreas (que podem ser gigantescas), sendo que o uso dos recursos dos bancos só estaria disponível a partir do início do prazo de utilização dos contratos, o qual duraria o tempo determinado no cronograma de execução física do projeto. Essa hipótese de uma PPP modular está prevista na lei e pode ser feita por meio de diferentes subcréditos em um mesmo contrato ou por meio de vários contratos.

Os dados estudados indicam que a análise de uma operação de longo prazo através de agentes financeiros públicos poderia durar mais tempo em um projeto novo, da entrada da carta-consulta até a primeira liberação, o que aumentaria a necessidade de outras fontes para as concessionárias. Essa avaliação do tempo de exame do plano de negócio ajuda a explicar o uso dos empréstimos-ponte, em que a análise pode ser feita rapidamente e em bases corporativas por um ou mais agentes financeiros, tomadores do risco. Ela explica também por que o agente financeiro público envolvido com os objetivos da PPP poderia, através de suas linhas de crédito usuais, oferecer uma rápida resposta à necessidade de cobrir imediatamente as vendas correlatas dos fornecedores domésticos de insumos e de equipamentos.

Como o empréstimo-ponte cobriria apenas as despesas iniciais de implantação até a finalização do projeto definitivo de financiamento de longo prazo da concessionária, supõe-se que ele poderia vir a ser aditado mais de uma vez para sua prorrogação, indicando as futuras dificuldades em sua estruturação definitiva ou atrasos na implantação, se confirmados os problemas negociais comuns em operações estruturadas mais sofisticadas.

Todos os empréstimos-ponte, assim como os contratos de longo prazo, trariam as obrigações tradicionais constantes de cláusulas-padrão incluídas

em todas as operações apoiadas por agentes financeiros públicos (“Disposições Aplicáveis aos Contratos”, publicadas no *Diário Oficial*), apresentando cláusulas tais como:

- participação de terceiros como intervenientes no próprio instrumento contratual;
- vinculação dos recursos emprestados a um objeto de implantação de infra-estrutura;
- utilização somente de moeda nacional;
- disponibilização do crédito após serem cumpridas as condições suspensivas expressas;
- utilização, por exemplo, da Taxa de Juros de Longo Prazo como taxa básica, calculada antes do *spread* básico e de risco, com possibilidade de capitalização ao principal acima de certo limite;
- pagamento de uma comissão de reserva de crédito sobre os valores não utilizados;
- amortização em prestações, normalmente mensais ou trimestrais, conforme o caso;
- definição da garantia, constituída no mesmo instrumento ou em documento separado;
- definição das obrigações da(s) beneficiária(s) e do(s) interveniente(s), controladores ou garantidores;
- cláusulas de condição de eficácia, conforme aplicação caso a caso; e
- normas sobre inadimplemento, multas e liquidação antecipada do contrato.

Para realizar os investimentos em implantação, ampliação ou modernização dos serviços, as concessionárias poderiam vir a exigir parceria dos fornecedores de equipamentos, materiais e serviços para com os riscos ou as obrigações decorrentes do projeto. O eventual financiamento das instalações para o parque fabril doméstico do fornecedor dessas concessionárias também poderia ser feito pelos agentes financeiros públicos, com condições financeiras e garantias que tornariam as operações em pauta mais interessantes ainda para o país.

Como os empréstimos-ponte financiariam apenas os gastos em materiais e equipamentos nacionais e os associados à instalação e montagem, seria necessário definir previamente o índice de nacionalização, transferindo o financiamento dos investimentos em importados para as agências de fomento à exportação, de forma a aumentar a opção de fontes do projeto.

Os empréstimos-ponte, através de operações indiretas, teriam prazo total de acordo com o cronograma de execução físico-financeiro do projeto a ser negociado entre o agente financeiro e a empresa. O acompanhamento da correta aplicação dos recursos seria feito pelos bancos credores, de forma que os projetos venham a atingir os índices de nacionalização preconizados quando da análise dos pleitos das empresas, bem como sejam cumpridas as demais obrigações pactuadas.

O débito relativo ao empréstimo-ponte poderia ser quitado escrituralmente quando da contratação do empréstimo de longo prazo, desde que o beneficiário tivesse sido enquadrado nas normas pertinentes. O evento que caracterizará o fim da fase de implantação da PPP será, no mínimo, o início da contraprestação pelo Estado, após aceitar o serviço.

Assim, algumas das características do *project finance* usadas no Brasil, como a divisão do crédito entre as fases de implantação e de operação, bem como a pluralidade de credores e a gestão dos recebíveis através de contas centralizadoras, poderiam permitir o imediato início dos financiamentos da construção do projeto, o que faria coincidir os interesses das concessionárias, dos fabricantes e do próprio Estado.

## 12. Empréstimos de Longo Prazo

As operações de longo prazo poderiam ser analisadas não só com base em risco corporativo, mas também em um estudo mais detalhado do risco comercial (eventuais receitas e contraprestação estatal), refletido no fluxo de caixa do projeto. Elas começariam a ser liberadas logo após a contratação, pois os projetos já estariam implantados, provavelmente pela quitação dos investimentos já feitos e financiados pelos empréstimos-ponte, permitindo o reembolso dos usos já realizados durante a análise. Os contratos de longo prazo trariam todas as características de operações-padrão sob a modalidade de abertura de crédito, apenas acrescidas das cláusulas de *project finance* aqui estudadas:

- previsão dos consórcios de agentes repassadores, se for o caso;
- normas de relacionamento com o líder e com os demais consorciados;
- compartilhamento de direitos e obrigações com os demais credores;
- criação das contas centralizadoras e vinculadas, com definição do agente fiduciário;
- fixação dos indicadores financeiros e técnicos (*covenants*) que serviriam como eventos de *performance* e de acompanhamento;
- contratação dos seguros exigidos pelo projeto;
- criação dos instrumentos de mitigação de risco (passivo ambiental, por exemplo) e de sua alteração pelos eventos contratuais, assim como pela previsão de utilização de valores mobiliários;
- hipóteses de acesso ao fundo garantidor ou à companhia de ativos;
- eventual tratamento dado ao prêmio de sucesso ou ao superlucro; e
- previsões referentes ao *step-in-rights* (usufruto ou da propriedade fiduciária de ações, por exemplo) e ao uso de mercado de capitais e transformação em companhia aberta.

Os indicadores financeiros definidos nos *covenants* como eventos para pagamentos devem ser calculados de forma conservadora, mas em comum acordo com as concessionárias, buscando as metas financeiras e não-financeiras exigidas pelo contrato de concessão.

Como já foi visto, há que se prever a possibilidade de prorrogações de empréstimos-ponte pela eventual dificuldade em fechar a estruturação dos financiamentos de longo prazo e, também, da excepcionalidade (*waiver*) a ser concedida pelo consórcio de bancos repassadores e pelo agente financeiro público com fontes de longo prazo, caso a caso, buscando um bom exercício de governança corporativa através de um grau elevado de gestão compartilhada.

A gestão dessas operações de PPP entre patrocinadores, Estado e credores deve guardar semelhança com os instrumentos de recuperação de crédito de empresas na lei que substituiu os ritos falimentares.

### 13. Características do Financiamento Corporativo e do *Project Finance* nos Contratos de Financiamento de PPP

Empiricamente, as características que poderão ser determinadas de acordo com o exame caso a caso nos contratos das concessionárias foram divididas pelas que são determinantes no financiamento corporativo, no *project finance* e nos aspectos que misturam partes de ambas. A escolha seria feita em função das condições do contrato de concessão (poder público) ofertadas pelos patrocinadores e em função da propensão ao risco dos agentes.

De forma sintética e utilizando os conceitos de Finnerty (1999, p. 25), são comparadas no Quadro 1 a seguir as características que determinariam um financiamento corporativo, mais usado no Brasil, e as que são predominantes em um *project finance*.

As operações podem também misturar características de financiamento corporativo e de *project finance*, segundo necessidades concretas das operações:

- mistura de garantias (fiança e recebíveis), com eventuais limites de valor ou de tempo de validade;
- acordos em caso de déficit de caixa para gestão compartilhada de crises, que evite o vencimento antecipado;
- gestão de responsabilidade exclusiva dos patrocinadores, mas com vetos de terceiros (*covenants* mais sofisticados e *waiver*);
- reforço do papel de agentes fiduciários e de auditores em vez de instrumentos mais permanentes de governança corporativa; e
- risco unilateral: ou um só credor ou um só patrocinador, mesmo usando bases de *project finance*.

A prática em *project finance* demonstrou que não há um modelo único a princípio, pois se trata de engenharia financeira a ser construída caso a caso.

As vantagens ou desvantagens numa PPP devem ser vistas sob a ótica de cada um dos participantes. Entretanto, para usar uma simplificação, os

**Quadro 1**

<b>COMPARAÇÃO</b>	<b>CORPORATE FINANCE</b>	<b>PROJECT FINANCE</b>
Organização	Sociedade com múltiplos projetos	SPE e credores com participação no risco e nos ganhos (prêmios)
Controle e Monitoramento	Amplo direito de gestão dos sócios e solidariedade residual	Algum compartilhamento de decisões e solidariedade limitada
Flexibilidade Financeira	Rapidez na contratação, dependendo das condições dos múltiplos projetos	Arranjos financeiros complexos e demorados, calçados no fluxo de caixa exclusivo do projeto
Fluxo de Caixa	Livre arbítrio dos sócios sobre dividendos ou reinvestimentos segundo decisões corporativas	Definições prévias sobre reinvestimento e subordinação de dividendos para honrar a dívida
Custos de Intermediação	Menos elevados ou desistência do projeto	Mais elevados pelo maior número de participantes e de monitoramento por terceiros
Contratos da Dívida	Contratos únicos cobrindo as fases de implantação e de operação, pelo menos como regra geral, com credor e devedor únicos (mais garantidores)	Contratos diferentes para cobrir as fases de implantação e de operação, quando haja um fluxo de caixa previsível, sob medida ( <i>multisourcing</i> )
Capacidade de Endividamento	Alavancagem do projeto compromete a dos sócios; uso maior do mercado financeiro no Brasil	Dependência maior de comprometimento de fornecedores e financiadores e diluição de riscos via mercado de capitais (securitização)
Inadimplência	Pagamento ou execução judicial/extrajudicial da sociedade e dos sócios	Compartilhamento de perdas com credores e arbitragem e <i>step-in-rights</i> em caso de fracasso
Garantias	Ativos do projeto e de fora dele, bem como solidariedade de terceiros ( <i>full recourse</i> )	Ativos do projeto e seus recebíveis ( <i>non/limited recourse</i> ) derivam da credibilidade a partir da operação

Quadro 2

VANTAGENS PARA		
Patrocinador	Agente Financeiro	Estado
Aumentar a alavancagem financeira	Alocar riscos com solidariedade (limitada) entre todos os participantes e usar o acesso ao controle ( <i>step-in-rights</i> )	Evitar o contingenciamento para investimentos (Banco Central e Secretaria do Tesouro Nacional)
Usar tratamento contábil distinto entre a SPE e a(s) patrocinadora(s) ( <i>off balance sheet</i> ) ou criar novo centro de custos ( <i>off budget sheet</i> )	Obter maior transparência do projeto pela segregação em SPE de um único fluxo de caixa, com redução da assimetria de informações	Determinar os objetivos estratégicos mensuráveis e condicionantes do pagamento no contrato de concessão
Obter flexibilidade financeira e diversificação de risco para o grupo controlador da SPE (a PPP permite entrar em setores novos e monopolistas)	Obter maior previsibilidade de receita, associada à credibilidade da contrapartida, para tentar atrair investidores nacionais e internacionais e dar consistência ao projeto	Aumentar a atratividade para projetos de infra-estrutura necessários ao crescimento da economia
Substituir garantias tradicionais dos sócios por garantias de <i>performance</i> na fase operacional e dividir riscos com os credores	Obter alternativas ao uso das garantias reais e pessoais, desgastadas pela demora no Judiciário e pela baixa recuperação em execução ou falência	Permitir, através de concessões, que haja investimentos sem uso de receitas públicas e com geração de aumento de receita fiscal
Utilizar a maior transparência exigida pelo modelo como diferencial de mercado	Facilitar o acompanhamento do meio de pagamento (receita) através das <i>escrow accounts</i> e de contas garantidoras	Flexibilizar o uso de ativos públicos (BOT, BOO, BLT etc.) e contornar limitações da Lei 8.666
Derivar o serviço da dívida exclusivamente do fluxo de caixa líquido do projeto ("todos no mesmo barco")	Monitorar a evolução do projeto e de sua recita através de <i>covenants</i> , possibilitando ação imediata em caso de não atendimento dos indicadores contratados	Permitir uma atuação mais livre das agências reguladoras, que não estarão fiscalizando entes estatais
Obter tolerância maior dos credores em caso de contratempos ( <i>overrun</i> etc.) e de inadimplência	Permitir contornar os limites setoriais para bancos dos Acordos de Basileia pelos consórcios de credores	Permitir salvaguardas pela inadimplência de metas da concessão e em caso de encampação
Permitir o uso de salvaguardas de direitos em caso de Atos de Império pelo poder público	Permitir ganhos adicionais pelos serviços de custódia e de liderança, a questão controversa da reciprocidade pedida pelos repassadores	Permitir o uso de instrumentos de Direito Privado como arbitragem e compartilhamento de perdas com credores

Quadro 3

DESVANTAGENS PARA		
Patrocinador	Agente Financeiro	Estado
Dividir o poder com os outros participantes através de <i>joint-ventures</i>	Limitar a mitigação aos ativos do projeto, pela perda de garantias de terceiros	Perder poder operacional para uma SPE privada
Usar uma complexa estrutura contratual de mitigação de riscos em duas fases distintas: implantação e operação	Usar arranjos financeiros caros, complexos e demorados, que exigem estruturas internas próprias	Compartilhar algumas decisões com os outros participantes interessados em área de risco soberano
Monitorar a SPE através de gestão mista com terceiros (acordos de acionistas e similares), condicionando os dividendos à adimplência	Ter eventual solidariedade residual por vícios do projeto (ambientais, por exemplo), especialmente no caso de acesso ao controle	Exigir capacitação financeira do pessoal envolvido não só na concessão, como nas agências e nos órgãos de controle
Consumir muito tempo e recursos não só na estruturação, como no acompanhamento da operação	Exigir negociação sobre diferenças culturais e de objetivos com os outros participantes ao compartilhar a gestão corporativa na SPE	Atender a possíveis questionamentos pelos Tribunais de Contas ou pelo Judiciário, pouco afeitos às particularidades de uma PPP
Arcar com elevados custos de intermediação (legal e financeira)	Compartilhar decisões intercredores, reduzindo o arbítrio das administrações dos agentes financeiros	Enfrentar exposição política delicada nas agências reguladoras na gestão de tarifas públicas
Assumir compromissos quanto a práticas de governança corporativa, devido à multiplicidade de participantes	Não obter os resultados esperados com o uso de <i>off balance sheet</i> (como no caso Enron, que gerou exigência de mais ressalvas em balanço pela SEC, a CVM dos Estados Unidos)	Participar eventualmente de arbitragem de interesses, com desgaste político junto a operadoras ou consumidores
Reduzir o <i>rating</i> da operação pelo custo de mitigação da concentração de riscos para projetos estratégicos	Compartilhar custos relacionados aos riscos e às garantias, através de múltiplos participantes ( <i>multisourcing</i> )	Suportar eventual desgaste de imagem em lides judiciais baseadas em contratos complexos em caso de fracasso do empreendimento

Quadros 2 e 3 apresentam as características teóricas do *project finance* para os interesses dos três grupos mais importantes conforme o capítulo de desenvolvimento do tema: os investidores (especialmente o patrocinador), os agentes financeiros e o Estado.

## 14. Operações de Renda Variável

As operações tendem a se tornar mais fáceis ou mais difíceis de serem estruturadas em função da credibilidade do Estado, da rentabilidade, das garantias e da propensão dos interessados em investir. Diante de desconfiança existente no mercado, devem ser acionados imediatamente após a implantação os instrumentos de mitigação de risco por meio de governança corporativa (*covenants*), certificados por terceiros.

Uma SPE apoiada poderia ser obrigada contratualmente a constituir-se, imediatamente ou em prazo a ser definido, como companhia aberta, de modo a poder emitir valores mobiliários que facilitassem a captação de recursos via mercado de capitais. Poderia haver a emissão de *ações* a serem subscritas diretamente pelos investidores ou pelos fundos constituídos para tal. A participação acionária de estatais em SPE de PPP não é vedada, desde que minoritária, e pode vir a ser um instrumento importante na composição de fontes. A própria hipótese do acesso ao controle, prevista na lei, exige, entretanto, que haja uma política pública predefinida específica para o exercício de controle em concessionárias em regime de PPP.

Os instrumentos de mercado de capitais são a forma mais importante de participação dos fundos de pensão em SPE de PPP na Europa e devem ser estudados para adaptação à nossa realidade. Talvez pudesse haver negociação com os fundos de pensão para ouvi-los quanto à forma de participação que fosse do seu interesse, como, por exemplo, com o uso de mecanismos de reciclagem ou de formação de fundos de investimento em projetos de PPP, com a subscrição de quotas negociáveis e a gestão profissional independente.

A SPE pode emitir *debêntures* conversíveis a serem subscritas pelos agentes financeiros, que poderiam repassá-las ao mercado de acordo com o apetite de risco ou emitir cédulas pignoratícias dos recebíveis ou, ainda, lançar títulos próprios lastreados pelas operações de PPP. Poderia, ainda, haver emissão de debêntures permutáveis por outros títulos em carteira do grupo patrocinador. Uma hipótese de debêntures subordinadas só serviria para

financiamento dos próprios sócios. Em qualquer dos casos haveria condições de governança corporativa, cujos *covenants* guardariam semelhança com as condições descritas para as operações de renda fixa.

Os prazos de resgate poderiam ser compatíveis com os da concessão e poderia haver garantias corporativas de acordo com a análise de risco do mercado. Uma garantia de agência multilateral poderia viabilizar as séries emitidas. A remuneração teria de ser adaptada às exigências do mercado, com repactuações de acordo com a percepção de risco. Talvez fosse necessário colocar cláusulas de saída para investidores institucionais, premiando o tempo em carteira.

Esses valores mobiliários poderiam ser utilizados para a criação de um mercado secundário para esses títulos, tentando atrair outros investidores. A percepção de risco político pode dar horizontes amplos ou reduzidos a essas operações, como, por exemplo, permitindo ou não a emissão de cédulas pignoratícias de seus credores.

Haverá melhores condições de investimentos para a implantação se existir algum mecanismo de reciclagem dos títulos das concessionárias, pela criação de um mercado secundário para a securitização da receita futura da concessão. A SPE poderia emitir debêntures ou ações resgatáveis em prazos compatíveis com mandatos políticos confiáveis.

## 15. Conclusão

A título de conclusão, pode-se apontar o fato de que a PPP não é uma panacéia aplicável em qualquer caso de investimento combinado entre recursos públicos e privados. O seu prazo de implantação pode levar anos, dependendo das condições a serem exigidas caso a caso ou de riscos legais decorrentes de sedimentação de entendimento jurisprudencial sobre seus institutos.

A visão de credor pode ser compartilhada em momentos diferentes entre bancos, seguradoras, fundos de pensão e fundos de investimento. Esses credores podem também ter posições igualmente como sócios ou subscritores de títulos conversíveis. Porém, o mais importante é que, pelas características da PPP, os credores deverão ter uma postura proativa, igual à dos sócios, sob pena de não terem instrumentos eficientes para sua recuperação de crédito.

A PPP pode ser estruturada financeiramente com os mesmos instrumentos legais já conhecidos pelos credores das operações de *project finance*: *multisourcing*, securitização, segregação de risco, consórcio de agentes financeiros, *leasing*, *escrow accounts*, *trustees*, *step-in-rights* e outros institutos importados para o nosso Direito e as nossas práticas financeiras.

Alguns elementos necessários ainda precisam ser desenvolvidos para maior segurança dos credores, como os de mercado de capitais, seguros e arbitragem em contratos envolvendo a administração pública diretamente. Sem dúvida, o risco político (soberano, regulatório, ambiental) será o centro das preocupações dos credores, uma vez que o risco advindo do setor privado não se altera em relação ao que já se conhece no mercado.

Tal como em um *project finance*, a principal tarefa das equipes técnicas de análise e acompanhamento dos credores será a identificação, a distribuição e a mitigação de riscos para o projeto, em especial com a suspensão da contrapartida do Estado pelo descumprimento de metas, que significará a interrupção, cedo ou tarde, dos pagamentos dos empréstimos concedidos. As formas de gestão dos contratos de longo prazo deve ser o foco central desses credores.

O modelo usado nos *project finances* de infra-estrutura com divisão do financiamento e dos financiadores em diferentes contratos de acordo com a fase de implantação (empréstimo-ponte) e de operação (financiamento de longo prazo) pode ser aproveitado nas operações de PPP.

## 16. Glossário

**Adjudicação** – Declaração do vencedor em uma licitação (*adjudicante*).

**Agente fiduciário** – É o agente responsável pela administração de interesses de terceiros, como nos casos da gestão de fluxo de caixa, da realização de pagamentos e do controle sobre o recebimento de receitas do projeto. É a figura mais parecida com o *trustee* anglo-saxão em nosso Direito.

**Arrendamento mercantil** – É a modalidade de *lease* ou *leasing* prevista expressamente em nossa legislação. Constitui-se de uma operação de características financeiras, mas formalizada pela locação de um ativo que o arrendatário não precisa ou não deseja colocar em seu imobilizado, em geral com opção de compra ao final do contrato, pelo valor residual do bem.

**Bancabilidade, *bankable contracts* ou *financeable contracts*** – Instrumentos contratuais para o financiamento do projeto, que satisfazem os requisitos legais e comerciais mínimos, de forma a garantir que: *a*) as obrigações contratuais estão devidamente previstas; *b*) as obrigações de natureza econômica permitem o pagamento da dívida contraída e das despesas de operação e de manutenção do projeto; e *c*) há um retorno mínimo sobre o capital investido, de forma a manter o interesse dos proprietários no sucesso do projeto.

**BOT (*build-operate-transfer*)** – Estrutura na qual a empresa responsável constrói e opera o projeto por um determinado prazo, suficiente para amortizar os custos da construção e ainda gerar receita satisfatória ao investidor, sendo que ao final desse prazo o projeto será transferido ao Estado ou a uma empresa estatal, normalmente sem qualquer remuneração adicional.

***Common Law*** – No ambiente cultural anglo-saxão, o Direito Consuetudinário (*Common Law*) está estruturado com base na jurisprudência (entendimento reiterado dos tribunais superiores) e nos costumes. A estrutura legal brasileira, o Direito Positivo (*Civil Law*), de origem romano-germânica, tem base em códigos e leis esparsas, usando a jurisprudência e os costumes subsidiariamente.

**Concessão** – Contrato celebrado entre o Estado e uma empresa (consórcio de empresas ou investidores) responsável por projeto de competência relativa à construção, ao desenvolvimento e à operação de projeto e de determinados serviços públicos, regida pela Lei 8.987/95 na maioria dos casos e, especificamente, pela Lei 11.079/04 nos casos de prestação de serviços ali previstos.

**Concessionária** – Pessoa jurídica que, mediante concessão, explora uma atividade de competência do Estado, cuja execução pode ser contratada junto a um particular.

**Conta centralizadora ou *escrow account*** – Conta corrente, normalmente sob gestão de terceiros (agente fiduciário, como um banco, por exemplo), usada em *project finance*, bem como em outras operações de mercado, como fusões e aquisições, para servir como meio de pagamento ou ajustamento de preço em caso de contingências futuras.

**Conta garantidora** – Conta que retém uma ou mais prestações futuras do financiamento para servir como um colchão de liquidez para dificuldades

conjunturais (pode ser substituída por uma aplicação financeira vinculada à operação), comparável ao Fundo Garantidor de PPP.

**Covenant** – Obrigação de fazer ou de não fazer em que uma parte se obriga a praticar ou a se abster da prática de determinados atos. O não cumprimento de uma tal obrigação normalmente constitui uma inadimplência não-financeira (*event of default*).

**Desconsideração da personalidade jurídica** – Instituto processual legal que permite a execução de bens dos sócios por dívidas da sociedade.

**Due-dilligence** – Auditoria jurídica através do levantamento de situação de risco legal e de responsabilidades.

**Financiamento corporativo** – Significa a concessão de crédito calcada em uma abordagem tradicional de análise e de instrumentos de garantia. Ou seja, avaliação usual de crédito em função do histórico, do balanço patrimonial e, principalmente, da reputação do tomador do crédito. Adicionalmente, utilizam-se garantias normais, como patrimônio, carta de fiança e demais ativos oferecidas pelos acionistas e/ou avalistas.

**Full recourse** – Estrutura de financiamento (convencional) por meio da qual o participante do projeto assume como interveniente no contrato a responsabilidade solidária de pagar integralmente o financiamento com juros, independentemente do êxito ou fracasso do projeto.

**Implantação ou completion** – Cumprimento das condições acordadas para a conclusão efetiva de um projeto, marcando normalmente a finalização da fase de construção e o começo da fase de operação do projeto.

**Inadimplemento** – Evento determinado que, nos termos do contrato, faculta ao credor de obrigação impor penalidades e até exigir o vencimento antecipado, podendo executar as garantias prestadas.

**Limited recourse** – Estrutura de financiamento pela qual o pagamento é garantido pelo fluxo de caixa e pelos ativos do projeto, podendo haver, até certo ponto, garantias outorgadas por terceiros (normalmente patrocinadores do projeto) em limites pactuados.

**Multisourcing** – É o uso de diferentes fontes de recursos para um projeto como forma de diluir o risco.

**Passivo ambiental** – É, aqui, a mensuração contábil e financeira de danos emergentes em um local em que há comprovadamente poluição ou contaminação causadas pela introdução de quaisquer substâncias ou resíduos que nele tenham sido depositados, acumulados, armazenados, enterrados ou infiltrados de forma planejada, acidental ou até mesmo natural, bem como de sua remediação pelo proprietário da área contaminada.

**PFI (*private-finance initiatives*)** – Nomenclatura oficial na Grã-Bretanha que inclui não só a PPP (sem auto-sustentação) em seu sentido mais amplo, como as parcerias auto-sustentáveis (*project finance*).

**Project finance, projeto financeiro ou financiamento relacionado a projeto** – É uma forma de engenharia financeira suportada contratualmente pelo fluxo de caixa de um projeto, servindo como garantia os ativos e recebíveis desse mesmo projeto.

**Rating** – É uma classificação de risco indicando a probabilidade de inadimplência, atribuída a partir de informações fornecidas pela própria empresa, principalmente as suas demonstrações financeiras, e por terceiros.

**Recebível ou direito creditório** – A receita, que é uma expectativa de resultado, torna-se um recebível quando surge uma relação jurídica que lhe dê respaldo, originada de um contrato ou de um título de crédito.

**Risco político** – Os riscos associados a acontecimentos políticos no país do investimento.

**Risco soberano** – É o risco de crédito representado por um Estado com soberania e deriva das diversidades de condições entre o país de residência do investidor e o local em que tal investimento está sendo realizado.

**Securitização** – É a transformação dos créditos dos investidores em títulos lastreados ou vinculados a um direito de crédito, permitindo ao credor sair (vender) de sua posição de credor através de operações de mercado (reciclagem).

**Sindicalização** – Anglicismo para a montagem formal ou informal de um consórcio.

**SPE (*sociedade de propósito específico*)** – É criada exclusivamente para dar existência legal a um projeto e ao seu fluxo de caixa, em que o risco dos

investidores está relacionado à qualidade dos créditos de que a SPE é titular. Também é conhecida como *special purpose company* (SPC), veículo de propósito único (VPU) ou veículo de propósito específico (VPE).

**Step-in-rights** – Acesso dos credores ao controle da SPE em caso de fracasso do projeto, segundo definições contratuais.

**Trust** – É o contrato anglo-saxão em que ativos são transferidos para a propriedade de um terceiro designado para agir de determinada forma ou atingir determinado fim. O agente designado é chamado de *trustee*. Esse contrato não é aceito em nosso Direito por atentar contra princípios de sucessão e de insolvência, por exemplo.

**Trustee** – Ver agente fiduciário e *trust*.

**Turnkey contract** – Forma de contrato pelo qual uma das partes se obriga a tomar todas as providências necessárias à construção e entrega em funcionamento, em data e por preço previamente definidos, do projeto contratado. Sua forma tradicional entre nós é o contrato de empreitada.

## Referências Bibliográficas

- AL-JAYYOUSI, O. Scenarios for public-private partnerships in water management: a case study from Jordan. *Water Resources Development*, London, v. 19, n. 2, p. 185-201, 2003.
- DEMIRAG, I., DUBNICK, M., KHADAROO, M. I. A framework for examining accountability and value for money in the UK's private finance initiative. *JCC*, London, n. 15, p. 63-75, Autumn 2004.
- FERREIRA, C. K. L. *O financiamento da infra-estrutura: o papel do project finance*. São Paulo: PUC-SP, jun. 1995 (Texto para Discussão Iesp, 25).
- \_\_\_\_\_. *O project financing e a parceria público privado nos investimentos em infra-estrutura*. *Estudos Econômicos da Construção*, n. 1, 1996.
- FINNERTY, J. D. *Project finance – engenharia financeira baseada em ativos*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.
- MUKAI, T. *Parcerias público-privadas – comentários à Lei Federal nº 11.079/04, às leis estaduais de Minas Gerais, Santa Catarina, São Paulo, Distrito Federal, Goiás, Bahia, Ceará, Rio Grande do Sul, e à lei municipal de Vitória/ES*. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2005.

