

INSTITUTO BRASILIENSE DE DIREITO PÚBLICO – IDP
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE BRASÍLIA
MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA
POLÍTICAS PÚBLICAS E GESTÃO GOVERNAMENTAL

FELIPE MOREIRA CRUZEIRO

**FINANCIAMENTO DAS PARCERIAS PÚBLICO-PRIVADAS NO SETOR DE
INFRAESTRUTURA AEROPORTUÁRIA: BRASIL E REINO UNIDO**

BRASÍLIA, DF

2019

FELIPE MOREIRA CRUZEIRO

**FINANCIAMENTO DAS PARCERIAS PÚBLICO-PRIVADAS NO SETOR DE
INFRAESTRUTURA AEROPORTUÁRIA: BRASIL E REINO UNIDO**

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação no Curso de Mestrado Profissional em Administração Pública – Políticas Públicas e Gestão Governamental da Escola de Administração de Brasília do Instituto Brasiliense de Direito Público como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração Pública.

Orientação: Professor Doutor Alexandre de Ávila Gomide

BRASÍLIA, DF

2019

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, agradeço a Deus pelo dom da vida, por ter me concedido a oportunidade de participar do programa de Mestrado e por ter me sustentado durante todo esse período.

À minha amada e valorosa esposa, Jamile, por todo amor, carinho e incentivo durante essa jornada. Em especial, agradeço pela compreensão nos diversos finais de semana, feriados e noites de estudo, nos quais minha amada esposa se desdobrou para cuidar sozinha dos nossos filhos enquanto eu me dedicava às aulas e à elaboração do presente trabalho. Sem o seu suporte eu certamente não teria conseguido concluir essa etapa. Essa vitória também é sua!

Aos meus preciosos filhos, Rafael e Mariana, peço desculpas por não estar disponível para passeios no parque, viagens e brincadeiras durante esse período. Muitas vezes sem compreender por que o papai estava trancado no escritório durante horas e horas, vocês renunciaram àquilo que possuem de mais valioso – o tempo de convivência em família. Espero que um dia vocês possam entender que esse sacrifício não foi em vão.

Aos meus pais, agradeço pela abnegação e pelo investimento na minha formação, não apenas acadêmica mas, principalmente, humana. Vocês sempre serão exemplo de vida para mim.

Agradeço à minha querida Caixa Econômica Federal, empresa para a qual orgulhosamente trabalho há 15 anos e que custeou a maior parte do curso. Espero que os conhecimentos por mim adquiridos sejam utilizados para tornar cada vez mais forte essa empresa de todos os brasileiros!

Ao Prof. Alexandre Gomide, agradeço pela excelente orientação, sem a qual esse trabalho não teria sido realizado.

RESUMO

O presente trabalho propõe o estudo e a discussão do modelo de financiamento da infraestrutura adotado no Brasil, de forma que possamos estar preparados para realizar os investimentos necessários mesmo no cenário atual de escassez de recursos públicos. As parcerias público-privadas são um importante mecanismo para viabilizar o investimento em infraestrutura sem a necessidade de desembolso de recursos por parte do Estado. Diante do atual cenário fiscal extremamente restritivo, as PPP se mostram como uma alternativa viável para que o Brasil realize os investimentos em infraestrutura indispensável para a manutenção da competitividade no mercado global. Todavia, apesar de um significativo aumento da participação da iniciativa privada no investimento em infraestrutura, temos observado que o setor privado tem buscado esses recursos nos bancos públicos, com destaque para o BNDES. Historicamente, o Estado brasileiro figura como o exclusivo agente de financiamento do desenvolvimento econômico nacional e, em que pese as PPP se mostrarem como uma tentativa de trazer a iniciativa privada para esse processo, a maior parte dos recursos continuam tendo como origem o BNDES e bancos públicos. Recentes alterações legais, como a possibilidade de emissão de debêntures de infraestrutura ou a formação dos Fundos de Investimento em Participação de Infraestrutura, ainda tem sido pouco exploradas pelo mercado privado. A baixa participação dos bancos privados no financiamento da infraestrutura também tem sido uma constante, com pouca variação observada nos últimos anos. A análise do processo de financiamento das concessões aeroportuárias ocorridas no Brasil a partir de 2011 permitem constatar que a maior parte dos recursos aportados pelas concessionárias privadas foram oriundos do BNDES e BNB, com uma pequena participação das debêntures de infraestrutura. Ao estudarmos o processo de financiamento da infraestrutura no Reino Unido, com destaque para a concessão do Aeroporto de Heathrow, podemos observar que o modelo vigente nos países desenvolvidos é diferente, devido à preponderância do mercado de capitais para o financiamento da infraestrutura. A fim de que possamos alcançar um nível de desenvolvimento similar ao dos países mais ricos, é necessário que o Brasil incentive a participação do setor privado no investimento em infraestrutura.

Palavras-chave: Parcerias público-privadas, concessões, financiamento, infraestrutura.

ABSTRACT

This paper proposes to study and discuss the infrastructure financing model adopted in Brazil, so that we can be prepared to ensure the necessary investments even in the current scenario of scarce public resources. The public-private partnerships are an important mean to fulfill the infrastructure investments without the necessity of spending State resources. Given the current extremely restrictive fiscal scenario, PPPs are a viable alternative for Brazil to invest in infrastructure that is indispensable for maintaining competitiveness in the global market. However, despite a significant increase in the participation of private enterprise in infrastructure investment, we have observed that the private sector has sought these resources from public banks, especially BNDES. Historically, the Brazilian State has been the exclusive financing agent for national economic development, and although the PPPs are seen as an attempt to bring private initiative to this process, most of the resources continue to originate from the BNDES and other public banks. Recent legal changes, such as the possibility of issuing infrastructure debentures or the formation of Infrastructure Investment Funds, have still been little explored by the private market. The low participation of private banks in infrastructure financing has also been a constant, with little variation observed in recent years. The analysis of the financing process of the airport concessions that took place in Brazil since 2011 shows that most of the funds contributed by the private concessionaires came from BNDES and BNB, with a small participation of the infrastructure debentures. When studying the process of financing infrastructure in the United Kingdom, especially the concession of Heathrow Airport, we can see that the model in developed countries is different, due to the preponderance of the capital market for the financing of infrastructure. In order to achieve a level of development similar to that of the richest countries, it is necessary for Brazil to encourage private sector participation in infrastructure investment.

Key Words: Public-private partnerships, concessions, financing, infrastructure.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Investimento público e privado em infraestrutura no Brasil de 2007 a 2014	33
Tabela 2 – Fontes de recursos para o financiamento de projetos de infraestrutura na América do Norte e Europa de 2011 a 2015	35
Tabela 3 – Emissões de títulos da Heathrow Airport Holding Limited, por moeda	61
Tabela 4 – Aeroportos concedidos à iniciativa privada	62
Tabela 5 – Investimento público e privado nos aeroportos de 2003 a 2015	63
Tabela 6 – Investimentos realizados e origem dos recursos.....	67

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Movimento de passageiros no Brasil de 2000 a 2018.....	14
Figura 2 – Movimento de passageiros no mundo de 2011 a 2018.....	15
Figura 3 – Estrutura básica de um Project Finance.....	41
Figura 4 – Empréstimos aprovados entre 1990 e 2012.....	46
Figura 5 – Fontes de Recursos do BNDES de 2014 a 2018	48
Figura 6 – Desembolso geral do BNDES entre 1995 e 2018	49
Figura 7 – Prazo de vencimento dos títulos emitidos pela Heathrow Airport Holdings Limited.....	60

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

A\$	Dólar australiano
ANAC	Agência Nacional de Aviação Civil
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
BACEN	Banco Central do Brasil
BB	Banco do Brasil
BID	Banco Interamericano de Desenvolvimento
BNB	Banco do Nordeste do Brasil
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BNDESPar	BNDES Participações S.A.
BOO	<i>Build, Own, Operate</i>
BOT	<i>Build, Operate, Transfer</i>
CEF	Caixa Econômica Federal
CHF	Franco suíço
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DBFO	<i>Design, Build, Finance, Operate</i>
DOU	Diário Oficial da União
€	Euro
FAT	Fundo de Amparo ao Trabalhador

FIDC	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios
FIP-IE	Fundo de Investimento em Participações em Infraestrutura
FMI	Fundo Monetário Internacional
FNE	Fundo Constitucional de Financiamento do Nordeste
IATA	<i>International Air Transport Association</i> (Associação Internacional de Transporte Aéreo)
INFRAERO	Empresa Brasileira de Infraestrutura Aeroportuária
m ²	Metro quadrado
MOP	Ministério de Obras Públicas chileno
NOK	Coroa norueguesa
OCDE	Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico
PAC	Plano de Aceleração do Crescimento
PASEP	Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público
PFI	<i>Private Finance Initiative</i>
PIB	Produto interno bruto
PIS	Programa de Integração Social
PPP	Parceria público-privada
SPE	Sociedade de propósito específico
TLP	Taxa de Longo Prazo
US\$	Dólar americano
£	Libra esterlina

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	12
1 AS PARCERIAS PÚBLICO-PRIVADAS	22
1.1 Contexto histórico.....	22
1.2 Conceito de parceria público-privada	23
1.3 Contratos de concessão e as parcerias público-privadas	26
1.4 Principais modelos de arranjo institucional nas PPP	29
2 O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS EM INFRAESTRUTURA NO BRASIL.....	32
2.1 Panorama dos investimentos em infraestrutura no Brasil	32
2.2 Financiamento de longo prazo no setor de infraestrutura do Brasil	34
2.3 As falhas no mercado de financiamento da infraestrutura brasileiro	36
3 PRINCIPAIS FONTES DE RECURSOS PARA O FINANCIAMENTO DA INFRAESTRUTURA NO BRASIL.....	39
3.1 <i>Project Finance</i>	39
3.2 Mercado de crédito.....	42
3.2.1 Empréstimos de bancos comerciais	42
3.2.2 Bancos multilaterais de desenvolvimento	45
3.2.3 BNDES	47
3.3 Mercado de capitais	50

3.3.1	Debêntures de infraestrutura	51
3.3.2	Fundos de investimento em participações em infraestrutura.....	53
3.3.3	Fundos de investimento em direitos creditórios em infraestrutura.....	54
4	ESTUDOS DE CASO: O FINANCIAMENTO DAS PARCERIAS PÚBLICO-PRIVADAS NO SETOR DE INFRAESTRUTURA AEROPORTUÁRIA DO BRASIL E REINO UNIDO	56
4.1	O modelo de financiamento da infraestrutura no Reino Unido: o caso do aeroporto de Heathrow	57
4.2	O financiamento das concessões aeroportuárias no Brasil.....	61
4.3	Comparação dos modelos britânico e brasileiro a partir dos casos	69
	CONCLUSÃO	71
	REFERÊNCIAS.....	76
	GLOSSÁRIO.....	83

INTRODUÇÃO

O investimento em infraestrutura é fundamental para que os países se desenvolvam econômica e socialmente, contribuindo para a melhoria da qualidade de vida da população e aumento da produtividade.

O Banco Mundial estima que os países em desenvolvimento tenham que investir aproximadamente US\$ 22 trilhões em infraestrutura até o ano de 2030 (RODRIGUEZ, VAN DEN BERG e MCMAHON, 2012). De acordo com o BID, o Brasil investe em infraestrutura um percentual de 2,5% do PIB enquanto a recomendação por parte dos organismos internacionais é de 5% do PIB para a promoção do desenvolvimento econômico (BANCO INTERAMERICANO DE DESENVOLVIMENTO, 2014).

Gomide e Pereira (2018, p. 13) ressaltam que o pico de investimento em infraestrutura alcançado pelo Brasil na última década ocorreu no ano de 2010, quando investiu-se 3,3% do PIB. Já os países que integram a OCDE investiram em média 4,1% do PIB em 2009 e 3,1% do PIB em 2014, com destaque para a China com 8,5% do PIB no ano de 2013, de acordo com os autores.

Em que pese a necessidade de se duplicar os investimentos nacionais em infraestrutura de forma que o Brasil possa atingir um bom nível de crescimento econômico e competitividade, a realidade fiscal atual dificulta o direcionamento de mais recursos financeiros por parte do Estado para o investimento em infraestrutura.

O atual cenário apresenta dificuldades de investimento por parte dos governos das esferas federal, estadual e municipal, tornando necessário que a iniciativa privada ocupe o espaço deixado pelo Estado para que o Brasil realize os investimentos em infraestrutura indispensáveis para o crescimento econômico.

No âmbito internacional, a experiência dos países desenvolvidos e em desenvolvimento demonstra que o crescimento econômico e o aumento de competitividade só são alcançados por meio de um investimento maciço e contínuo em infraestrutura. Todos os países que almejam modernizar suas economias estão

buscando formas de expandir a participação privada nos investimentos, retirando do Estado o papel de exclusivo agente financiador da infraestrutura.

Um dos setores da infraestrutura que fomentam o desenvolvimento econômico dos países é o aeroportuário pois influencia de forma direta a produtividade por meio do fluxo de pessoas e mercadorias. Uma boa infraestrutura aeroportuária, com grandes aeroportos que funcionem como *hubs* conectados a uma rede de aeroportos regionais menores, é crucial para interligar todas as regiões, especialmente em um país com as dimensões que o Brasil possui.

O investimento no setor aeroportuário tornou-se crucial para o desenvolvimento econômico a partir da segunda metade do século XX quando se intensificou o processo de globalização. A atual dinamicidade da economia mundial exige que os países disponham de uma infraestrutura aeroportuária abrangente e qualificada, a fim de viabilizar o rápido fluxo de pessoas entre as mais diversas partes do globo. Ashford, Stanton, *et al.*, (2015, p. 3-4) ressaltam que

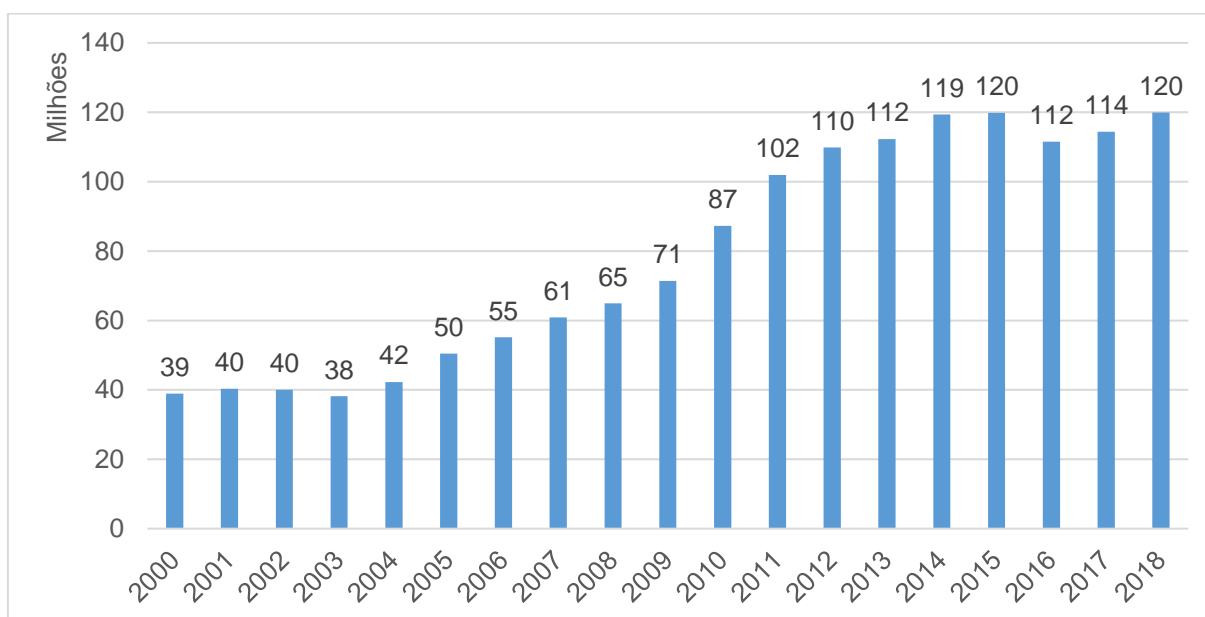
[...] em todo o mundo, os aeroportos são vistos como instalações que requerem investimento público e, por isso, costumam ser parte de um sistema nacional de aeroportos, projetado e financiado a fim de obter o maior benefício a partir do financiamento público. Cada país, com sua própria geografia, estrutura econômica e filosofia política, desenvolveu um sistema nacional de aeroportos específico para suas próprias necessidades. Esse sistema nacional geral é importante para cada aeroporto, porque a estrutura nacional determina a natureza dos tráfegos atual e futuro nas instalações no que diz respeito a volume, divisão entre voos domésticos e internacionais, número de empresas aéreas atendidas e taxas de crescimento (ASHFORD, STANTON, *et al.*, 2015, p. 3-4).

O transporte aéreo de cargas e pessoas se apresenta como um elemento importante para o desenvolvimento econômico na medida em que o acesso a uma determinada localidade possibilita a criação de novos negócios e empreendimentos por meio da conexão com outras regiões. Especialmente em um país de dimensão continental como o Brasil, que possui algumas regiões de difícil acesso, o deslocamento de pessoas e bens por via aérea é um fator decisivo para o desenvolvimento.

No Brasil, observa-se um crescimento da quantidade de passageiros transportados pela via aérea desde o início da década de 2000, o qual pode ser apontado como resultado da expansão econômica brasileira ocorrida no período. Na

década de 2010, sobretudo em decorrência dos grandes eventos esportivos mundiais realizados no Brasil (Copa do Mundo de futebol de 2014 e Jogos Olímpicos de 2016), houve um aumento do investimento na infraestrutura aeroportuária a fim de ampliar significativamente a capacidade instalada de transporte de passageiros. Entretanto, mesmo no período de crise econômica a quantidade de passageiros que utilizaram o transporte aéreo no Brasil continuou em expansão.

Figura 1 – Movimento de passageiros no Brasil de 2000 a 2018



Fonte: Fonte: Agência Nacional de Aviação Civil – ANAC¹. Elaborado pelo autor

Não obstante o crescimento substancial de passageiros observado nos últimos anos, o Brasil ainda se encontra em um patamar muito abaixo dos países desenvolvidos no que se refere à razão de passageiros por habitante (YOSIMOTO, 2016, p. 245). O autor destaca que para o desempenho adequado do setor é necessário que tanto os aeroportos principais quanto os regionais operem de forma regular.

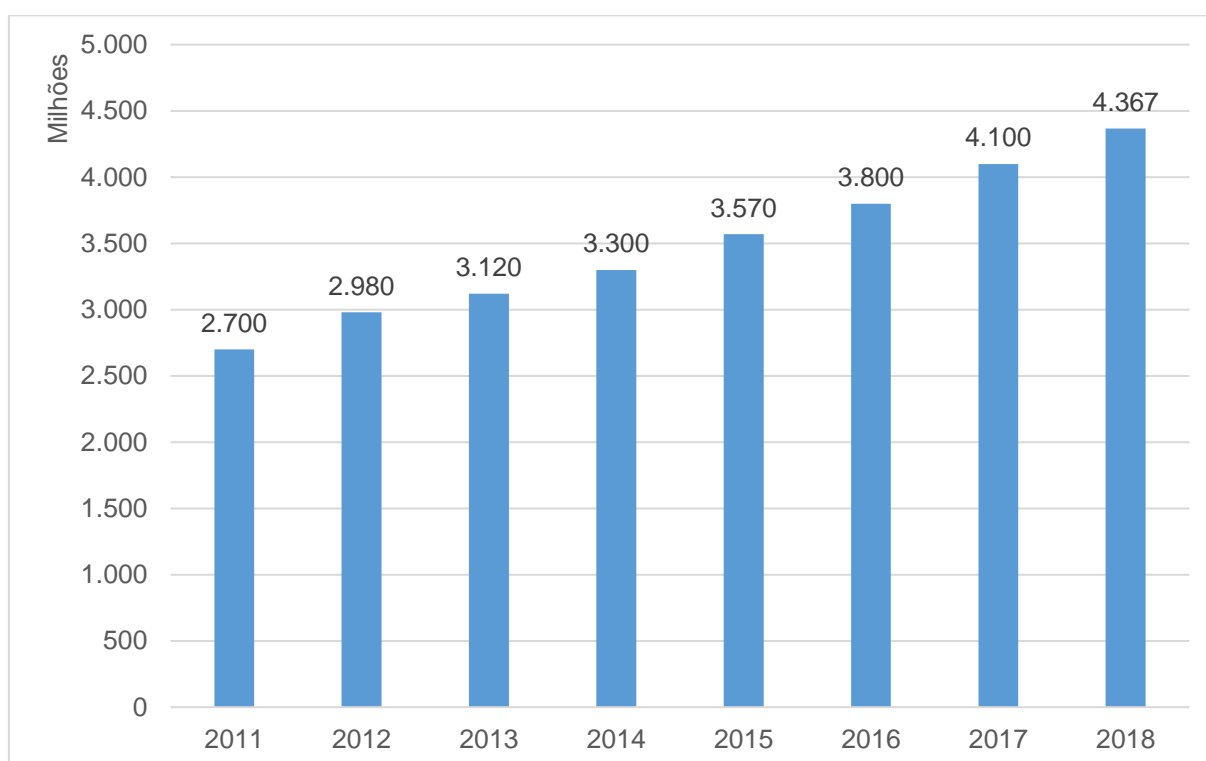
Um estudo sobre a infraestrutura aeroportuária brasileira identificou a necessidade de intervenções emergenciais e estruturantes, tais como a construção

¹ Informações disponíveis no portal da Agência Nacional de Aviação Civil – ANAC. <http://www.anac.gov.br/assuntos/dados-e-estatisticas/dados-estatisticos/dados-estatisticos>.

de novas pistas, novos terminais e ampliação dos serviços oferecidos aos usuários dos aeroportos, estimando o investimento necessário até 2030 em R\$ 34 bilhões (MCKINSEY & COMPANY, 2010). Apesar do incremento do volume de investimentos realizados nos aeroportos nos anos 2010, o transporte aéreo brasileiro ainda é marcado por restrições operacionais nos pátios e terminais de passageiros.

No âmbito mundial, o transporte aéreo de passageiros também vem apresentando crescimento nos últimos anos, conforme dados da IATA – Associação Internacional de Transporte Aéreo:

Figura 2 – Movimento de passageiros no mundo de 2011 a 2018



Fonte: IATA². Elaboração do autor.

Assim como no Brasil, a expansão mundial da quantidade de passageiros ano após ano coloca em risco a capacidade operacional dos aeroportos, uma vez que muitos já operam próximos ao seu limite. Dessa forma, em todo o mundo há

² Dados disponíveis em <https://www.iata.org>.

necessidade de investimentos na infraestrutura aeroportuária, de forma que o setor consiga acompanhar o crescimento da demanda.

Na Europa, estima-se que até o ano de 2030 o tráfego aéreo deverá duplicar, o que trará dificuldades para a região em decorrência da falta de pistas e infraestrutura de solo, sobretudo nos aeroportos de maior porte. Em 71% dos aeroportos europeus avaliados em auditoria do Tribunal de Contas Europeu foi identificada a necessidade de ampliação, a fim de se evitar o estrangulamento da infraestrutura aeroportuária (TRIBUNAL DE CONTAS EUROPEU, 2014). Entende-se por estrangulamento

[...] uma limitação de capacidade operacional de todo o aeroporto, decorrente de um único componente (por exemplo uma pista de aviação, uma placa de estacionamento ou um terminal) que condiciona a capacidade de todo o aeroporto e impede a utilização plena de capacidade dos outros componentes (TRIBUNAL DE CONTAS EUROPEU, 2014, p. 10).

Os investimentos em infraestrutura aeroportuária podem ser direcionados à parte aérea ou terrestre. Na parte aérea, incluem a construção de pistas, caminhos de circulação, pistas de saída e sinalização de estacionamento das aeronaves, bem como equipamentos e infraestrutura de controle do tráfego aéreo e equipamentos de segurança. No lado terrestre, se destacam a construção e expansão de terminais, assim como a interligação às redes rodoviária e ferroviária.

Atualmente, além da expansão da capacidade de atendimento, os países desenvolvidos estão direcionando os investimentos no setor aeroportuário para as áreas de segurança, tecnologia da informação e desenvolvimento de serviços de autoatendimento para os passageiros, especialmente por meio de biometria³.

Diante desse contexto, as concessões e parcerias público-privadas são um importante instrumento para viabilizar o investimento em infraestrutura sem que o Estado tenha que desembolsar a totalidade dos recursos financeiros de um projeto. As parcerias público-privadas se apresentam como um modelo vantajoso para o desenvolvimento da infraestrutura e oferta de serviços, uma vez que o mercado possui *know-how* na execução de projetos de infraestrutura e gestão de serviços diversos,

³ Disponível em <https://revistaembarque.com/seguranca-de-voo/aeroportos-no-mundo-estao-priorizando-investimento-em-seguranca/>. Acesso em 17 de fevereiro de 2019.

retirando do Estado a necessidade de aporte de recursos e de manutenção de uma vasta estrutura necessária à operação de serviços que podem ser assumidos pela iniciativa privada.

Trata-se de uma alternativa para viabilizar projetos de infraestrutura que tenham como finalidade a construção, modernização e ampliação de instalações públicas que necessitem de recursos vultosos e prazos longos para sua execução. A iniciativa privada passa a ser responsável pelo planejamento, elaboração do projeto, financiamento, construção e gestão da operação de uma instalação pública, com a assunção dos riscos inerentes ao projeto e à sua execução. As PPP possibilitam, ainda, que a remuneração do parceiro privado ocorra proporcionalmente ao alcance de indicadores de desempenho previamente fixados que possibilitem a mensuração da qualidade dos serviços prestados.

Importante ressaltar que adotaremos o conceito amplo de parceria público-privada, o qual abrange não apenas as concessões patrocinadas e as concessões administrativas previstas na Lei n. 11.079/2004⁴, mas também as concessões comuns de serviços públicos estabelecidas pela Lei n. 8.987/1995⁵. Estache e Serebrisky (2004) entendem os contratos de concessão clássicos também como PPP, enquanto Sundfeld (2005, p. 18) apresenta uma definição mais ampla para caracterizar as PPP, definindo-as como os

[..] múltiplos vínculos negociais de trato continuado estabelecidos entre a Administração Pública e particulares para viabilizar o desenvolvimento, sob responsabilidade destes, de atividade com algum coeficiente de interesse geral (SUNDFELD, 2005, p. 18).

Assim, consideraremos como PPP o contrato de longo prazo entre um parceiro privado e uma entidade pública para fornecer um ativo ou prestar um serviço público,

⁴ Lei n. 11.079/2004. Institui normas gerais para licitação e contratação de parceria público-privada no âmbito da administração pública. Publicado no DOU de 31.12.2004.

⁵ Lei n. 8.987/1995. Dispõe sobre o regime de concessão e permissão da prestação de serviços públicos previsto no art. 175 da Constituição Federal, e dá outras providências. Publicado no DOU de 14.02.1995 e republicado em 28.09.1995.

no qual o parceiro privado assume os riscos do negócio e a responsabilidade da gestão.

Não obstante, observa-se que no Brasil os bancos públicos funcionam como os principais agentes de financiamento dos projetos de investimento em infraestrutura, ainda que estes sejam feitos por meio de PPP. Seabra (2012) destaca que o BNDES, a Caixa Econômica Federal – CEF e o Banco do Brasil – BB são responsáveis pelo financiamento de mais de 65% dos projetos de PPP. Segundo a autora

historicamente, a ausência de investidores privados atuando na infraestrutura brasileira tem sido compensada pela ação direta do estado, das empresas estatais e dos bancos públicos e seus financiamentos. Para assumirem o papel de relevo na infraestrutura, os bancos públicos contam, há muito, com um sistema de incentivos do governo, que permite que assumam uma posição de quase monopólio nos financiamentos de longo prazo na economia brasileira (SEABRA, 2012, p. 153).

Vazquez, Hallack e Queiroz (2018, p. 137) salientam o papel central do BNDES, dos bancos públicos e das empresas públicas para o financiamento da infraestrutura no Brasil, ressaltando que mesmo este financiamento não é capaz de satisfazer toda a necessidade de investimento no país.

O setor aeroportuário vem passando por um processo de concessões desde o início da década de 2010, entretanto o que se tem observado é que as concessionárias estão buscando no BNDES, majoritariamente, os recursos financeiros para realizar os investimentos na infraestrutura aeroportuária.

A maior parte dos recursos investidos em infraestrutura no Brasil, ainda que por meio das PPP, acabam por ser oriundos dos cofres públicos. A utilização de recursos dos bancos públicos para viabilizar os investimentos privados nas PPP pode ser analisada como um certo desvirtuamento de um dos objetivos básicos destas parcerias, que é justamente o de suprir a escassez de recursos públicos para viabilizar obras de infraestrutura e serviços públicos.

Em que pese ser o financiamento de projetos de infraestrutura uma das razões para a própria existência dos bancos públicos, é importante que o mercado financeiro como um todo passe a investir mais nas PPP, especialmente por intermédio dos bancos privados e do mercado de capitais.

A proposta de se estudar o financiamento das parcerias público-privadas no setor de infraestrutura aeroportuária do Brasil decorre do interesse em descobrir por que o financiamento das PPP se concentra nos bancos públicos, a fim de compreender como incrementar a participação dos bancos privados e do mercado de capitais no financiamento das PPP.

Diante do cenário fiscal brasileiro e da necessidade de se aumentar o investimento em infraestrutura, como ampliar o financiamento dos bancos privados e mercado de capitais nas parcerias público-privadas?

O presente trabalho visa analisar o processo de financiamento das parcerias público-privadas no setor de infraestrutura no Brasil, buscando compreender como ocorrem os financiamentos de projetos de infraestrutura aeroportuária por meio de PPP e avaliar medidas para ampliar a participação das instituições financeiras privadas e do mercado de capitais no financiamento da infraestrutura no Brasil.

A fim de responder à pergunta de pesquisa estabelecida para o trabalho, aplicou-se os seguintes procedimentos:

Primeiro, uma descrição dos principais aspectos que envolvem o financiamento da infraestrutura por meio das parcerias público-privadas no Brasil e dos principais modelos de arranjos institucionais observados nas referidas parcerias.

Tal etapa foi realizada por meio de pesquisa bibliográfica e levantamento de dados referentes ao financiamento da infraestrutura no Brasil. Avaliaram-se, assim, as principais fontes de recursos para as PPP e a participação das instituições financeiras privadas e do mercado de capitais no Brasil.

A seguir, verificou-se a participação do mercado privado e de capitais no financiamento da infraestrutura aeroportuária no Brasil e no mundo.

Finalmente, foi selecionado o caso do financiamento das concessões aeroportuárias ocorridas no Brasil a partir de 2011 e comparado com o caso do financiamento da infraestrutura no Aeroporto de Heathrow, no Reino Unido. Nessa etapa foram utilizadas informações disponíveis nos portais eletrônicos

governamentais e das concessionárias que administram os terminais aeroportuários, bem como notícias divulgadas na mídia em geral.

Os casos escolhidos para estudo permitem uma avaliação do sistema de financiamento privado da infraestrutura, a fim de demonstrar que o modelo adotado pelo Brasil se concentra nos bancos públicos enquanto o modelo britânico se concentra no mercado de capitais, possibilitando uma maior participação da iniciativa privada no financiamento da infraestrutura. Assim, a escolha do modelo britânico como caso de estudo pode apontar para o Brasil os caminhos a serem seguidos para que o processo de financiamento privado dos investimentos em infraestrutura, especialmente por intermédio das PPP, possa ser bem-sucedido.

Além da introdução, o trabalho possui outros cinco capítulos, brevemente descritos a seguir:

O primeiro capítulo apresenta uma abordagem conceitual das PPP, ressaltando o contexto histórico que culminou na criação deste instituto, as diferenças entre os contratos de concessão e os de PPP no ordenamento jurídico brasileiro, bem como um estudo dos principais modelos de arranjo institucional das PPP.

O segundo capítulo descreve como ocorre o financiamento dos investimentos em infraestrutura no Brasil e as falhas existentes nesse mercado, especialmente em decorrência da própria natureza dos investimentos em infraestrutura.

O terceiro capítulo aborda as principais fontes de recursos para o financiamento da infraestrutura no Brasil, descrevendo as características mais relevantes de cada uma delas.

O quarto capítulo traz os estudos de casos que ilustram como o financiamento da infraestrutura aeroportuária no Brasil se concentra nos bancos públicos, enquanto o investimento na infraestrutura aeroportuária no Reino Unido possui uma significativa participação do setor privado.

O último capítulo apresenta uma conclusão acerca do problema de pesquisa proposto na introdução do presente trabalho.

Ao final, pretende-se demonstrar a importância de se fomentar uma maior participação das instituições financeiras privadas e do mercado de capitais no financiamento da infraestrutura no Brasil, uma vez que o Estado tem se mostrado incapaz de realizar a totalidade dos investimentos em infraestrutura necessários para o desenvolvimento econômico brasileiro.

1 AS PARCERIAS PÚBLICO-PRIVADAS

1.1 Contexto histórico

A partir do início dos anos 1990, o Brasil experimentou uma redução da intervenção direta do Estado no domínio econômico, por meio das privatizações de empresas estatais em alguns setores e dos programas de reforma do Estado. Nesse período, surgem no Brasil as agências reguladoras, com a finalidade de disciplinar e controlar as atividades de caráter público exercidas pela iniciativa privada (MELLO, 2016).

Nesse novo modelo de atuação, o Estado passa a compartilhar com o setor privado a responsabilidade pelo investimento em infraestrutura, sendo necessário estabelecer novos instrumentos contratuais e de regulação para nortear a relação entre o setor público e a iniciativa privada. Importantes marcos legais surgiram a partir de então, com destaque para a Lei das Concessões – Lei 8.987/1995, Lei das Agências Reguladoras – Lei n. 9.986/2000 e Lei das PPP – Lei n. 11.079/2004.

As leis citadas acima conferiram ao Estado brasileiro a base jurídica para que a responsabilidade pelo investimento em infraestrutura pudesse ser compartilhada com a iniciativa privada, cabendo ao setor público uma atuação como regulador e fiscalizador da prestação de serviços públicos.

As concessões e PPP surgiram como uma nova oportunidade de investimentos para a realização de obras e a prestação de serviços públicos pelos entes privados, especialmente diante de um cenário em que o Estado não possui os recursos necessários para fazer frente a toda a demanda por investimento em infraestrutura no país.

Alexandre Aragão (2005, p. 2) destaca que as PPP

[...] surgem como uma tentativa do Estado e iniciativa privada dividirem os custos com a implementação de infraestruturas, já que nenhum deles teria

condições de com elas arcar individualmente: o Estado por não ter condições financeiras, e porque a tarifa seria insuficiente (ou em alguns casos inexistente) para cobrir todos os custos e a legítima margem de lucro do negócio (ARAGÃO, 2005, p. 2).

A expectativa era a de que, por intermédio das concessões e PPP, fosse possível superar a escassez de recursos públicos para investimento, alcançar maior eficiência na gestão das obras e serviços públicos e possibilitar o aproveitamento da maior expertise do setor privado na gestão de projetos de investimento.

Passados mais de vinte anos da publicação da Lei das Concessões e dez da publicação da Lei das PPP no Brasil, observa-se que, no aspecto do *funding*, ainda existe uma forte dependência do setor público, o qual financia a maior parte dos projetos de infraestrutura por meio dos bancos públicos, especialmente o BNDES.

1.2 Conceito de parceria público-privada

As PPP são um importante arranjo institucional por meio do qual o Estado transfere para agentes privados a responsabilidade pelo fornecimento de bens, serviços ou realização de investimentos, mediante uma contraprestação por parte do Estado (FIANI, 2016, p. 30). Esse arranjo ocorre mediante um contrato de concessão, que estabelece o vínculo obrigacional entre a Administração Pública e o parceiro privado.

O crescente interesse pela utilização das PPP no Brasil é resultado do sucesso observado nas experiências internacionais, diante da escassez de recursos públicos para investimento em projetos de infraestrutura. O modelo brasileiro é bastante similar ao programa de *Private Finance Initiative – PFI*, lançado em 1992 no Reino Unido com o objetivo de estimular empreendimentos conjuntos entre os setores público e privado e, assim, aumentar a participação da iniciativa privada na prestação de serviços públicos (SUNDFELD, 2005).

Segundo Hely Lopes Meirelles (2010, p. 425), as PPP são

[...] uma nova forma de participação do setor privado na implantação, melhoria e gestão da infra-estrutura pública, principalmente nos setores de rodovias, ferrovias, hidrovias, portos, energias, etc., como alternativa à falta de recursos estatais para investimentos nessas áreas (MEIRELLES, 2010, p. 425).

Por sua vez, Marçal Justen Filho (2005, p. 549) define as PPP como

[...] um contrato organizacional, de longo prazo de duração, por meio do qual se atribui a um sujeito privado o dever de executar obra pública e (ou) prestar serviço público, com ou sem direito à remuneração, por meio da exploração da infra-estrutura, mas mediante uma garantia especial e reforçada prestada pelo Poder Público, utilizável para a obtenção de recursos no mercado financeiro (JUSTEN FILHO, 2005, p. 549).

José dos Santos Carvalho Filho (2006, p. 346-347) conceitua as PPP como um

[...] acordo firmado entre a Administração Pública e a pessoa do setor privado com o objetivo de implantação ou gestão de serviços públicos, com eventual execução de obras ou fornecimento de bens, mediante financiamento do contratado, contraprestação pecuniária do Poder Público e compartilhado dos riscos e dos ganhos entre os pactuantes (CARVALHO FILHO, 2006, p. 346-347).

O conceito proposto por Alexandre Aragão (2005, p. 18) estabelece as PPP como os

[...] contratos de delegação da construção, ampliação, reforma ou manutenção de determinada infra-estrutura e da gestão da totalidade ou parte das atividades administrativas prestadas por seu intermédio, mediante remuneração de longo prazo arcada total ou parcialmente pelo Estado, fixadas em razão da quantidade ou qualidade das utilidades concretamente propiciadas pelo parceiro privado à Administração Pública ou à população (ARAGÃO, 2005, p. 18).

A definição de PPP por Bonomi e Malvessi (2004, p. 84) apresenta um viés econômico, já que os autores entendem as PPP como

[...] uma modalidade de engenharia financeira, que tem por característica genérica a contratação de obra ou serviço pelo setor público ao setor privado, com alocação de receita pública para garantir os investimentos e a remuneração do empreendimento (BONOMI e MALVESSI, 2004, p. 84).

A Lei n. 11.079/2004, em seu artigo 2º, conceitua a parceria público-privada como “o contrato administrativo de concessão, na modalidade patrocinada ou administrativa”. A concessão patrocinada, de acordo com a referida Lei, é aquela em que, além da tarifa cobrada dos usuários, há uma contraprestação pecuniária do parceiro público em favor do parceiro privado. Já a concessão administrativa é definida como “o contrato de prestação de serviços de que a Administração Pública

seja usuária direta ou indireta, ainda que envolva execução de obra ou financiamento e instalação de bens⁶.

Para Carvalho Filho (2006, p. 347), o que caracteriza a concessão patrocinada é o fato do concessionário ter duas fontes de recursos, sendo a primeira o pagamento das tarifas pelos usuários e a segunda, de caráter adicional, a contraprestação pecuniária realizada pela Administração Pública ao parceiro privado.

Sundfeld (2005) também salienta que a peculiaridade da concessão patrocinada consiste no regime remuneratório do parceiro privado, que deve incluir tanto as tarifas cobradas dos usuários quanto a indispensável contraprestação pecuniária realizada pelo poder concedente.

Maria Sylvia Zanella Di Pietro (2015, p. 152) destaca que na concessão patrocinada a execução do serviço é delegada ao parceiro privado, que assume tanto a sua gestão quanto a própria execução do serviço. Em relação à concessão administrativa, a autora assevera que o concessionário assume tão somente a execução material da atividade, sendo que a gestão continua a cargo da Administração Pública.

Alguns requisitos adicionais são exigidos pela Lei 11.079/2004 para que um contrato de concessão configure uma PPP, consoante redação dos §§ 3º e 4º do art. 2º:

- (a) deve haver necessária contraprestação pecuniária do parceiro público ao parceiro privado;
- (b) o valor do contrato não deve ser inferior a R\$ 10 milhões;
- (c) o período de prestação de serviços deve ser superior a 5 anos;
- (d) o objeto contratual não pode ser unicamente o fornecimento de mão-de-obra, o fornecimento e instalação de equipamentos ou a execução de obra pública.

⁶ Lei n. 11.079/2004, art. 2º, §2º.

No que tange à remuneração, Di Pietro (2015, p. 155) salienta que tanto a concessão patrocinada como a administrativa possuem a necessária contraprestação do parceiro público em favor do parceiro privado. Não obstante, enquanto na concessão administrativa essa contraprestação é a forma básica de remuneração do parceiro privado, na concessão patrocinada a cobrança de tarifas dos usuários por parte do parceiro privado constitui uma forma adicional de remuneração deste.

1.3 Contratos de concessão e as parcerias público-privadas

As parcerias público-privadas são constituídas por intermédio de contratos de concessão, com algumas diferenças em relação às concessões comuns previstas na Lei n. 8.987/1995.

Celso Antônio Bandeira de Mello apresenta críticas ao instituto das parcerias público-privadas instituído pela Lei n. 11.079/2004. Acerca das concessões patrocinadas, salienta que esta

[...] é a própria concessão de serviço ou de obra de que fala a Lei 8.987 quando, 'adicionalmente à tarifa cobrada dos usuários', envolver contraprestação pecuniária do contratante público ao contratante privado, ambos ali denominados parceiros" (MELLO, 2016, p. 745)

Sobre as PPP na modalidade de concessão administrativa, o autor afirma que, na verdade, se trata de uma falsa concessão. Nas palavras do doutrinador, "não basta chamar um contrato de prestação de serviços como concessão para que ele adquira, como em um passe-de-mágica, esta qualidade", assim como também seria insuficiente "chamar de tarifa o pagamento feito ao prestador de serviço em um contrato desta índole para que tal pagamento se converta em tarifa e o dito contrato se transforme em uma concessão" (MELLO, 2016, p. 747). Celso Antônio argumenta, ainda, que

[...] enquanto na parceria "patrocinada" o concessionário (sob a designação de parceiro privado) se remunera parte por tarifas cobradas do público e parte por pagamento que o Poder Público (sob designação de parceiro público) lhe faz, na parceria administrativa o particular se remunera exclusivamente por "tarifas" de um serviço público do qual a Administração é "a usuária direta ou

indireta. [...] a Administração teria que pagar para acobertar os dispêndios da prestação do serviço, embora devesse ser uma tarifa, não seria tarifa alguma, mas uma remuneração contratual como qualquer outra – o que, evidentemente, descaracteriza a parceria como uma concessão (MELLO, 2016, p. 747).

Não obstante as críticas de Celso Antônio Bandeira de Mello ao instituto das PPP, diversos autores tem discutido o que diferencia as concessões comuns das concessões patrocinadas e administrativas que caracterizam as PPP.

Meirelles (2010, p. 425) salienta que a partir do advento da Lei n. 11.079/2004 o ordenamento jurídico brasileiro passou a contar com três formas distintas de concessões. O autor ressalta que a diferença entre a concessão comum, disciplinada pela Lei n. 8.987/1995, e as concessões patrocinada e administrativa da Lei das PPP, é a existência da contraprestação pecuniária.

Nas concessões comuns, a remuneração do particular ocorre basicamente pela cobrança de tarifa dos usuários dos serviços. Para Celso Antônio Bandeira de Mello, “é indispensável – sem o quê não se caracteriza a concessão de serviço público – que o concessionário se remunere pela exploração do próprio serviço concedido” (MELLO, 2016, p. 702).

A seu turno, Niebuhr salienta que a lógica da concessão comum reside justamente na questão da rentabilidade e sustentabilidade econômica do empreendimento, razão pela qual o particular deve buscar, por meio de tarifas cobradas dos usuários dos serviços, a remuneração necessária para o retorno do capital investido, a manutenção da operação e o lucro empresarial (NIEBUHR, 2008).

Ainda sobre a questão da diferença entre as concessões e as PPP, Turolla, Anker e De Faria (2004, p. 9, tradução nossa), também ressaltam que a contraprestação do parceiro público ao parceiro privado é a principal diferença entre os institutos. Na visão dos autores,

Uma Parceria-Público Privada (PPP) é a delegação de responsabilidades para executar e operar um projeto de construção ou serviço, outorgado ao setor privado pelo setor público. Um projeto de PPP geralmente envolve o desenho, construção, financiamento e manutenção e, em alguns casos, também a operação de uma infraestrutura ou instalação pública pelo setor privado, sob um contrato de longo prazo. É similar a uma concessão, exceto pelo fato de que o pagamento público é condicionado à entrega de resultados e níveis mínimos de performance. Em outras palavras, pode ser visto como

um instrumento concebido para transferir investimento para o parceiro privado, possibilitando amortizar os custos como o investimento em um horizonte de maior prazo. Esta amortização pode ser acordada tanto pela exploração de serviços quanto pelo pagamento direto pela Administração Pública⁷ (TUROLLA, ANKER e DE FARIA, 2004, p. 9, tradução nossa).

Para Di Pietro (2015, p. 147) a principal diferença consiste, de fato, na forma de remuneração do parceiro privado. Contudo, a autora destaca ainda que nos contratos de PPP há diferença em relação aos riscos, que são repartidos com o parceiro privado, às garantias prestadas pelo parceiro público ao parceiro privado e ao financiador do projeto, e ao compartilhamento entre os parceiros dos ganhos econômicos decorrentes da redução do risco de crédito dos financiamentos utilizados pelo parceiro privado.

Portanto, pode-se observar que, além da questão da remuneração, o risco do empreendimento também se constitui como um aspecto importante para diferenciar a concessão comum das concessões patrocinadas e administrativas das PPP.

Nesse aspecto, Marçal Justen Filho aponta que nas concessões comuns a legislação estabelece que o risco do empreendimento deve ser suportado pelo concessionário, de modo que a sua remuneração seja variável conforme o seu desempenho no exercício da atividade, “fazendo jus ao lucro que obtiver ou arcando com os prejuízos que sofrer”, sem qualquer contraprestação por parte do setor público (JUSTEN FILHO, 2009).

Niebuhr assevera que nas concessões comuns o particular assume o risco econômico do empreendimento, já que depende unicamente das tarifas cobradas dos usuários para cobrir o investimento realizado e obter lucro, enquanto nas concessões

⁷ “A Public-Private Partnership instrument (PPP) is the delegation of responsibilities to execute and operate a construction project or service, given to the private sector by the public sector. A PPP project generally involves the design, construction, financing and maintenance and in some cases also the operation of public infrastructure or a public facility by the private sector, under a long term contract. It resembles a concession, except by the fact that public payment is conditioned to delivered results and a minimum level of service performance. In other words, it can be seen as an instrument designed to transfer investment to the private partner, allowing it to amortize investment expenses into a longer time horizon. This amortization can be agreed either by exploring the service or being directly paid by the administration”.

por PPP uma parte deste risco é compartilhada com o parceiro público (NIEBUHR, 2008).

Pode-se afirmar, portanto, que as concessões comuns são aquelas em que não existe contraprestação do parceiro público em favor do parceiro privado, enquanto nas concessões patrocinadas e administrativas instituídas pela Lei das PPP esta contraprestação pecuniária é um requisito indispensável. Em relação aos riscos, nas modalidades de concessão estabelecidas pela Lei n. 11.079/2004 estes são compartilhados entre os parceiros público e privado, o que não ocorre nas concessões comuns uma vez que nestas o particular assume todos os riscos do objeto concedido.

Todavia, apesar das distinções conceituais entre as concessões comuns e as concessões patrocinadas e administrativas que caracterizam as PPP, diferenças estas abordadas no presente tópico, utilizaremos no trabalho o conceito amplo de PPP que abrange tanto as concessões comuns quanto as concessões patrocinadas e administrativas.

1.4 Principais modelos de arranjo institucional nas PPP

Existem diferentes modelos de arranjo institucional entre os setores público e privado, conforme a variação de objetivos, formato da parceria e distribuição de riscos e de responsabilidades entre as partes. Os arranjos institucionais são os mecanismos mediante os quais os diversos atores de uma PPP se relacionam entre si, promovendo o desenvolvimento da parceria ao tempo em que implementa controles, monitoramento e gerenciamento a fim de resguardar o interesse público na prestação dos serviços.

Fiani (2016) salienta que o sucesso das PPP está intrinsecamente ligado aos arranjos institucionais, uma vez que o desenho dos incentivos e os controles necessários decorrem do tipo de arranjo adotado pela PPP.

No Brasil, o conceito de PPP é compreendido em sentido estrito, portanto geralmente se refere às parcerias firmadas com base na Lei n. 11.079/2004, não abrangendo as concessões comuns. Já no cenário internacional, o conceito de PPP é mais amplo, englobando uma maior variedade de estruturas e modelos de arranjos institucionais de parceria entre o setor público e a iniciativa privada.

Uma vez que no presente trabalho adotamos o sentido amplo do conceito de PPP utilizado internacionalmente, abordaremos as principais formas de arranjos institucionais verificadas nas PPP, ainda que alguns deles não sejam comuns em PPP realizadas no Brasil⁸.

a) *Build, Own, Operate – BOO*

Este tipo de arranjo se refere à construção, propriedade e operação de um determinado empreendimento público pelo setor privado. Aplica-se geralmente a projetos *greenfield*, por meio dos quais o setor público transfere para a iniciativa privada os riscos da construção e operação de um empreendimento.

A iniciativa privada assume o controle sobre a propriedade e operação do empreendimento, enquanto o setor público permanece com as funções normativas e regulatórias.

Para o setor público, esse arranjo institucional possibilita transferir custos de investimento, que se concentram no início do projeto, para custos de operação, que serão distribuídos ao longo do prazo do empreendimento.

⁸ Um dos possíveis arranjos entre os setores público e privado nas PPP em sentido amplo é a *Joint Venture*, por meio do qual as partes firmam um acordo de cooperação a fim de atingir um objetivo comum, atuando em conjunto em projetos de interesse mútuo. Skelcher (2005) afirma que nas *joint ventures* entre o setor público e a iniciativa privada o objetivo principal é promover a inovação por meio da expertise do parceiro privado. Conforme destaca Coutinho (2005), nas *joint ventures* os setores público e privado participam em conjunto de um determinado projeto entretanto não há alteração da personalidade jurídica dos entes envolvidos. As decisões e procedimentos de maior relevância ficam a cargo do ente privado, cabendo ao setor público um papel de apoio no empreendimento. As *joint ventures* como arranjo institucional de PPP não são comuns no Brasil, possuindo maior utilização no direito internacional, especialmente nos Estados Unidos e no Reino Unido.

b) *Build, Operate, Transfer – BOT*

O arranjo BOT possui similaridade ao BOO com a diferença de que ao final do prazo contratual de longo prazo o empreendimento é transferido para o setor público. Assim, o setor privado se responsabiliza pela construção e operação do projeto por um determinado período, transferindo o ativo para o setor público ao final do contrato.

Esse arranjo representa baixo risco para o setor público durante as fases de construção e de operação do empreendimento, além de reduzir a necessidade de capital próprio para investimento uma vez que o custo passa a ser operacional e diluído durante o período do projeto.

c) *Design, Build, Finance, Operate – DBFO*

Trata-se do principal arranjo utilizado nas concessões e PPP brasileiras, por meio do qual o setor público transfere à iniciativa privada a responsabilidade pelo projeto, construção, financiamento e operação de um ativo, assim como os riscos associados ao projeto.

A remuneração do parceiro privado decorre das receitas geradas pelo empreendimento, que podem ser pagas parcial ou totalmente pelo Estado. Contudo, a propriedade dos ativos permanece com o poder público.

2 O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS EM INFRAESTRUTURA NO BRASIL

2.1 Panorama dos investimentos em infraestrutura no Brasil

A deficiência da infraestrutura brasileira é um dos principais fatores que comprometem a competitividade do país no cenário internacional (NONNENBERG e CARNEIRO, 2015).

Orair (2016) apresenta um histórico dos investimentos públicos brasileiros no período de 1947 a 2015 e destaca que no período do pós-guerra e até o final dos anos 1970 o Estado brasileiro promoveu a expansão do investimento público com o objetivo de fomentar a transformação do setor produtivo brasileiro e, assim, promover o desenvolvimento econômico. A partir da década de 1980, o autor ressalta o declínio na taxa de investimento público decorrente de um quadro de crise fiscal, quadro esse que se seguiu na década de 1990 devido à implantação de um novo modelo de desenvolvimento por meio do qual o setor público passou a compartilhar com a iniciativa privada a responsabilidade pelos investimentos em infraestrutura.

No período compreendido entre 2007 e 2014, observou-se um crescimento no investimento em infraestrutura no Brasil, que saltou de R\$ 48 bilhões (1,78% do PIB) para R\$ 130 bilhões (2,3% do PIB). Essa expansão ocorreu em todos os setores da infraestrutura e teve como destaque o setor de transportes, que apresentou variação dos R\$ 17,2 bilhões em 2003 (0,63% do PIB) para a ordem de R\$ 52,3 bilhões em 2014, o que corresponde a 0,93% do PIB daquele ano (CONFEDERAÇÃO NACIONAL DA INDÚSTRIA, 2016, p. 38).

O principal fator responsável pela retomada do investimento em infraestrutura no Brasil a partir de 2007 foi o lançamento do Plano de Aceleração do Crescimento – PAC. Além do investimento estatal em infraestrutura, o investimento privado também apresentou significativa elevação após a implantação do PAC.

A expansão dos investimentos privados em infraestrutura a partir de 2007 decorreu de um processo de ampliação do financiamento disponibilizados pelos bancos públicos, especialmente o BNDES.

Tabela 1 – Investimento público e privado em infraestrutura no Brasil de 2007 a 2014

Setor		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Público	R\$ bilhões	21,6	30,1	43,7	48,5	48,2	47,5	58,7	59,6
	% do PIB	0,79	0,97	1,31	1,25	1,1	0,98	1,11	1,06
Privado	R\$ bilhões	27,3	44,2	34,5	39,8	48,8	60,1	62,9	70,7
	% do PIB	1	1,42	1,04	1,03	1,12	1,25	1,18	1,24
Total	R\$ bilhões	48,9	74,3	78,2	88,3	97	107,6	121,6	130,3
	% do PIB	1,79	2,39	2,35	2,28	2,22	2,23	2,29	2,3

Fonte: Confederação Nacional da Indústria (2016)

Apesar de ter proporcionado uma significativa elevação no investimento em infraestrutura, o PAC não entregou os resultados esperados em termos de qualidade e eficácia, uma vez que os projetos apresentaram sistemáticos atrasos, em alguns casos até mesmo a paralisação das obras, além de sobrepreços constatados em diversos empreendimentos (GOMIDE e PEREIRA, 2018). Os autores sustentam que apesar dos problemas do PAC terem sido atribuídos à falta de capacidade técnica para o planejamento e execução dos projetos pelo setor público

[...] os constrangimentos à ação governamental no setor se devem à complexidade do ambiente político-institucional brasileiro, caracterizado pelo presidencialismo de coalizão, pela multiplicidade de controles a que está submetida a administração pública, pela necessidade de coordenação federativa e pela institucionalização da participação da sociedade civil nos processos decisórios, entre outros fatores (GOMIDE e PEREIRA, 2018, p. 14).

Mesmo com o incremento da participação privada no investimento em infraestrutura, constata-se que o índice de 2,3% do PIB alcançado em 2014, auge da série histórica recente, ainda é insuficiente para garantir a competitividade do Brasil no cenário internacional e promover o desenvolvimento econômico do país. Seria necessário duplicar o percentual investido e manter esse nível de investimento por vários anos a fim de elevar o Brasil de patamar na economia global (BANCO INTERAMERICANO DE DESENVOLVIMENTO, 2014).

A questão da obtenção de recursos financeiros para o desenvolvimento de projetos de infraestrutura é crucial, haja vista que os empreendimentos nesse setor geralmente possuem custos elevados e longos prazos para o retorno do capital

investido. Para que um projeto seja viável do ponto de vista financeiro e, conseqüentemente, atrativo para o setor privado, é importante que haja um ambiente que possibilite a obtenção de financiamento em condições favoráveis, com taxas de juros baixas e um cenário de estabilidade político-econômica. Assim, observa-se que os agentes financeiros assumem um papel quase tão importante quanto o dos parceiros público e privado para o sucesso de uma PPP.

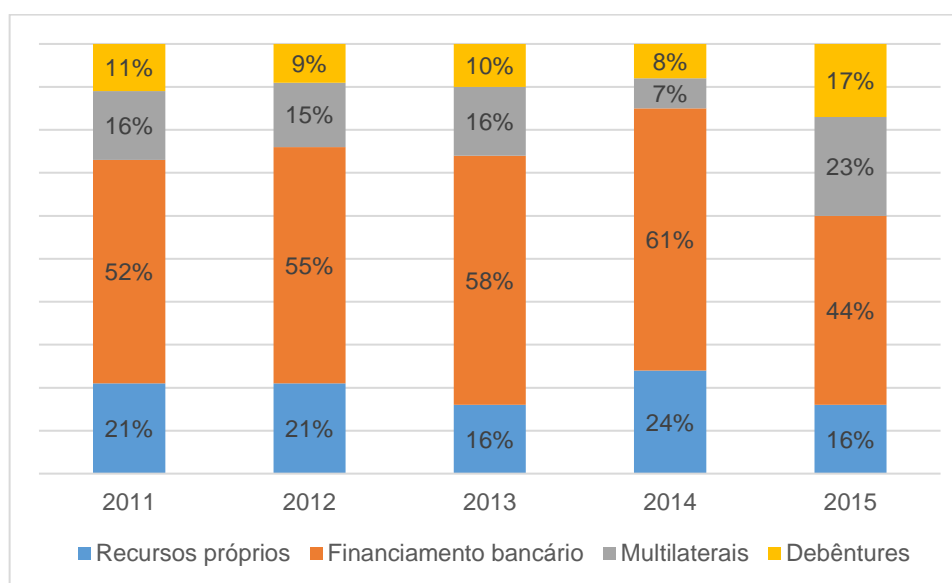
2.2 Financiamento de longo prazo no setor de infraestrutura do Brasil

No Brasil, o financiamento de projetos de infraestrutura se concentra nos bancos públicos, com destaque para o BNDES que é responsável pela a maioria do *funding* direcionado aos projetos de infraestrutura no Brasil. A Confederação Nacional da Indústria (2012, p. 52) aponta que o governo participa de 83% dos financiamentos dos investimentos em infraestrutura, seja por intermédio do BNDES, da CEF e dos recursos garantidos pelo tesouro. Mesmo operações realizadas em instituições privadas podem utilizar recursos do BNDES, por meio do Finem indireto.

Por ser um banco de desenvolvimento, a própria existência do BNDES se justifica pelo financiamento de setores e projetos de investimento de maior complexidade, custo e incerteza quanto ao seu retorno, como é o caso do setor de infraestrutura. Ferraz, Além e Madeira (2013, p. 14) ressaltam que estas características tornam os investimentos em infraestrutura menos atrativos para o sistema financeiro privado e ocorre tanto nos países em desenvolvimento quanto nos países desenvolvidos.

Não obstante, os países desenvolvidos registram uma maior participação do mercado financeiro privado e do mercado de capitais na participação do financiamento da infraestrutura. A experiência internacional observada na América do Norte e Europa apresenta um volume menor de investimento direto por meio de recursos próprios e uma maior participação de instituições multilaterais de crédito e do mercado de capitais por meio das debêntures.

Tabela 2 – Fontes de recursos para o financiamento de projetos de infraestrutura na América do Norte e Europa de 2011 a 2015



Fonte: Wajnberg e Capistrano (2016, p. 118)

Apesar do financiamento bancário corresponder a um percentual aproximado nos dois casos, a grande diferença consiste na sua composição haja vista que no mercado internacional existe uma diversificação na participação dos bancos privados no *funding* dos projetos de infraestrutura, enquanto no Brasil estes recursos são praticamente todos oriundos do BNDES (WAJNBERG e CAPISTRANO, 2016, p. 120). Além do BNDES, os demais bancos públicos e fundos estatais são responsáveis pelo *funding* da maior parte do capital privado investido em infraestrutura no Brasil (CONFEDERAÇÃO NACIONAL DA INDÚSTRIA, 2016, p. 53).

O domínio do BNDES em relação ao crédito de longo prazo no Brasil cria um ambiente de competição desigual que prejudica o desenvolvimento do setor privado para o financiamento da infraestrutura no Brasil. Contudo, a retirada gradual dos subsídios nas operações de empréstimo do BNDES promoverão significativas modificações na estrutura de crédito para a infraestrutura nos próximos anos. É importante que o BNDES continue a concentrar suas atividades em setores da economia em que o mercado privado não consegue operar (ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO, 2018).

2.3 As falhas no mercado de financiamento da infraestrutura brasileiro

O investimento em infraestrutura possui, por natureza, algumas características que impactam diretamente na oferta de financiamento, tais como a magnitude dos recursos envolvidos, sua longa duração e o fato de ser composto por ativos duráveis, específicos, indivisíveis e irreversíveis. Isso representa uma maior probabilidade de desequilíbrio no fluxo de caixa devido ao tempo necessário para que os recursos investidos passem a gerar receita, além do risco de expropriação por parte do Estado, o que acaba desestimulando o investimento privado (FRISCHTAK, 2008).

Fiani (2018) destaca que essas características peculiares ao investimento em infraestrutura podem levar os agentes privados envolvidos nos empreendimentos de PPP a adotarem comportamentos oportunistas.

Vazquez, Hallack e Queiroz (2018) ressaltam a incompletude dos mercados de financiamento e os altos custos de transação que envolvem os contratos de infraestrutura, uma vez que a complexidade, as incertezas e as especificidades que são próprias dos investimentos em infraestrutura dificultam, quando não chegam a impossibilitar, os arranjos de institucionais para a governança dos projetos e financiamento. Isso explica, em parte, o motivo da baixa participação dos bancos privados e do mercado de capitais no financiamento de projetos de infraestrutura no Brasil.

Os empréstimos de longo prazo dos bancos privados para investimento em infraestrutura devem competir com as linhas de crédito do BNDES, que são subsidiadas. Na prática, esse fator representa uma barreira para o desenvolvimento do mercado de crédito no Brasil, haja vista que as taxas de juros dos bancos privados sempre serão menos atrativas do que aquelas praticadas pelo BNDES e bancos oficiais por meio de subsídios.

Uma outra falha do mercado de crédito é a assimetria de informações. Trata-se de uma falha do mercado de crédito geral que também se verifica no mercado de

crédito para infraestrutura. Na visão de Ferraz, Além e Madeira (2013), é uma das principais barreiras ao funcionamento eficiente do mercado financeiro.

[...] no mercado de crédito, os empreendedores que aceitam pagar os juros mais elevados não são aqueles cujos projetos proporcionam o maior retorno esperado para os bancos, já que eles são os mais propensos ao risco, e, graças a isso, têm a maior probabilidade de falência. Por esse motivo, os bancos restringem sua oferta de crédito até um nível compatível com uma taxa ótima de juros que maximiza seu lucro esperado, ainda que reste um excesso de demanda no mercado. (FERRAZ, ALÉM e MADEIRA, 2013, p. 11).

Dessa forma, como há um grande número de potenciais tomadores de empréstimos, as instituições financeiras acabam por emprestar menos recursos do que teriam condições já que não conseguem distinguir, no momento da concessão do crédito, os diversos tomadores em função de sua capacidade de honrar os pagamentos. Consequentemente, os bancos restringem o volume de recursos disponível para o financiamento, fazendo com que o equilíbrio do mercado de crédito ocorra em decorrência do excesso de demanda por empréstimos.

Tanto a incompletude do mercado quanto a imperfeição da informação são as falhas de mercado mais recorrentes apontadas na obra de Stiglitz, tornando necessária a intervenção do governo na economia. O autor, em conjunto com Greenwald, destaca que

[...] economias em que existem mercados incompletos e informação imperfeita não são, em geral, Pareto eficientes. Há intervenções governamentais (por exemplo, impostos e subsídios) que podem promover uma melhora para a coletividade (GREENWALD e STIGLITZ, 1986, p. 230, tradução nossa)⁹.

A própria existência do BNDES e a sua atuação enquanto principal agente de financiamento da infraestrutura no Brasil são tentativas de mitigar essas falhas no mercado de crédito para o investimento em infraestrutura, já que os bancos privados não se mostram dispostos a assumir os riscos de promover o financiamento da infraestrutura no Brasil.

⁹ “[...] economies in which there are incomplete markets and imperfect information are not, in general, constrained Pareto efficient. There exist government interventions (e.g. taxes and subsidies) that can make every one better off.”

Sendo assim, uma alternativa para a redução das falhas no mercado de financiamento da infraestrutura se dá por intermédio da ampliação da participação do mercado de capitais. A emissão de títulos por parte das PPP possibilita que o mercado privado promova a captação de recursos sem a necessidade de recorrer aos bancos públicos.

Deve-se destacar que a partir dos anos 2000 o ordenamento jurídico brasileiro trouxe algumas inovações no que se refere à utilização do mercado de capitais no financiamento da infraestrutura brasileira. Em 2007 foram introduzidos os fundos de investimento de participações em infraestrutura e, em 2011, as debêntures de infraestrutura e os fundos de investimento em direitos creditórios em infraestrutura.

Com esses novos institutos, os quais serão estudados no próximo capítulo, espera-se aumentar a participação do mercado de capitais no financiamento da infraestrutura, reduzindo as falhas observadas nesse mercado.

3 PRINCIPAIS FONTES DE RECURSOS PARA O FINANCIAMENTO DA INFRAESTRUTURA NO BRASIL

No presente capítulo, abordaremos as principais fontes de recursos para o financiamento da infraestrutura no Brasil, contemplando o *Project Finance* e a obtenção de recursos por meio do mercado de crédito e do mercado de capitais.

3.1 *Project Finance*

Nos modelos tradicionais de financiamento da infraestrutura, o setor público aporta recursos próprios e/ou oriundos de empréstimos captados junto a instituições financeiras multilaterais de crédito, ou as empresas privadas buscam crédito nas instituições financeiras com base na análise de risco e de sua capacidade de pagamento.

O aumento da necessidade de recursos para o investimento em projetos de infraestrutura, aliado à dificuldade fiscal enfrentada por diversos países e aos elevados custos que as modalidades tradicionais de financiamento apresentam, conduziu ao desenvolvimento de uma modalidade alternativa para financiar os projetos de infraestrutura, o *Project Finance* (BORGES e FARIA, 2002).

O *Project Finance* é uma forma de financiamento de um projeto que envolve a criação de uma estrutura jurídica distinta, geralmente uma Sociedade de Propósito Específico (SPE), cuja análise da capacidade de pagamento da dívida se dá com base no fluxo de caixa gerado pelo empreendimento. Farrell (2003) o define como o financiamento de um projeto no qual o fluxo de caixa gerado é a fonte de recurso para o pagamento do empréstimo e os ativos do empreendimento são a garantia do financiamento.

Bonomi e Malvessi (2004) compreendem o *Project Finance* como a estrutura jurídico-financeira para o compartilhamento dos riscos do projeto, sendo necessário que haja uma definição prévia que possibilite a cada participante o conhecimento acerca destes riscos. Enei (2007, p. 28) ressalta que esta estrutura jurídica específica gera a criação de uma rede de compartilhamento de riscos e garantias entre os participantes, com o objetivo de assegurar o retorno financeiro para o empreendimento. Para Borges e Faria (2002), a adoção do modelo de *Project Finance* possibilita o financiamento de empreendimentos economicamente viáveis, ainda que sediados em países que apresentem riscos elevados.

Para a estruturação de um *Project Finance*, é importante que o projeto apresente boa previsibilidade de fluxo de caixa, uma vez que os pagamentos do empréstimo ocorrem com base nos recursos gerados pelo próprio empreendimento. Também é necessário que seja possível identificar, mensurar e alocar os riscos entre os participantes da SPE, por meio de arranjos contratuais que estabeleçam previamente a responsabilidade por cada risco do projeto.

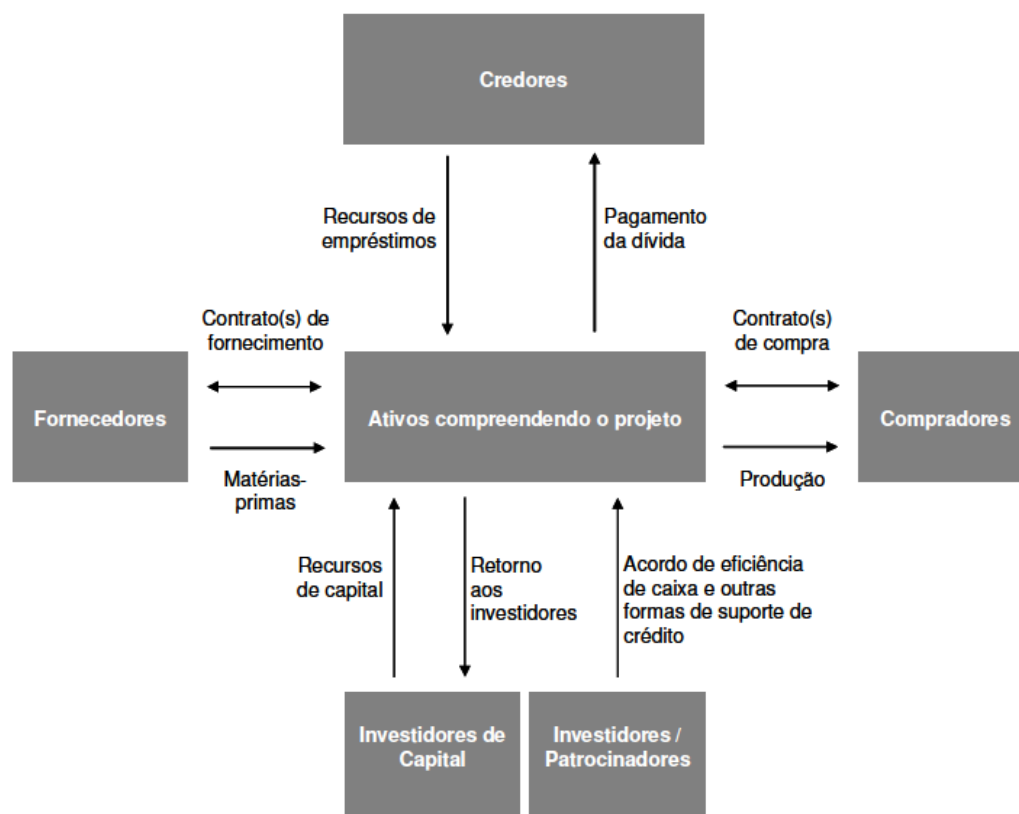
Os riscos do empreendimento podem ser divididos entre aqueles que são inerentes ao próprio projeto e os que são decorrentes da conjuntura econômica, política e social. Bonomi e Malvessi (2004) propõem uma classificação dos riscos em quatro categorias, que devem ser avaliadas quando da estruturação de um *Project Finance*:

- Riscos Financeiros, dentre os quais se destacam a taxa de juros, taxa de câmbio, disponibilidade de crédito e falta de pagamento, dentre outros;
- Riscos ambientais, de patrimônio e de responsabilidade civil, tais como acidentes de trabalho, questões ambientais, interrupção dos negócios, responsabilização civil;
- Riscos operacionais, como falha nas operações, alavancagem operacional, preços dos insumos e mão de obra, abastecimento dos fornecedores;
- Riscos políticos e de negócios, englobando a questão da regulamentação, ambiente de negócios, reputação, etc.

É importante ressaltar que a estruturação de um *Project Finance* configura uma operação complexa, especialmente devido ao arranjo contratual, à quantidade de partes envolvidas e alocação dos riscos do projeto que precisam ser definidos previamente para que o empreendimento seja bem-sucedido. Além destes aspectos, há necessidade de se levantar o retorno sobre o capital investido que o projeto irá gerar, por meio de estudos prévios (BONOMI e MALVESSI, 2004).

Sobre a estrutura e os participantes de um *Project Finance*, Borges e Faria (2002) apresentam um diagrama que visa sintetizar os elementos que a compõem.

Figura 3 – Estrutura básica de um Project Finance



Fonte: Borges e Faria (2002)

Os principais participantes de um *Project Finance* são:

- a) empresa sócia do projeto ou patrocinador;
- b) investidores de capital;
- c) bancos;

- d) agências multilaterais;
- e) operador;
- f) fornecedores;
- g) compradores.

O *Project Finance* possui três modalidades praticadas no mercado, conforme as garantias exigidas na operação: *non recourse*, *limited recourse* e *full recourse*.

A primeira modalidade, *non recourse*, representa um empréstimo totalmente coberto pelo fluxo de caixa do empreendimento, portanto sem a exigência de garantia mesmo durante a fase de construção do projeto. Assim, os credores não possuem qualquer acesso ao patrimônio dos acionistas e patrocinadores do negócio. No Brasil, esta modalidade praticamente inexistente.

Na segunda modalidade, *limited recourse*, os sócios oferecem algum tipo de garantia durante a fase de construção do empreendimento, período em que o projeto ainda não gera receita. Posteriormente, à medida em que a operação tem início e, com isso, o projeto passa a gerar receitas, os credores reduzem gradativamente as garantias, até a sua liberação. A partir desse momento, a garantia passa a ser unicamente o fluxo de caixa do empreendimento.

A terceira modalidade, *full recourse*, é a mais utilizada no Brasil. Nesta modalidade, além do fluxo de caixa do projeto exigem-se garantias adicionais, as quais podem alcançar o patrimônio dos acionistas e patrocinadores.

3.2 Mercado de crédito

3.2.1 Empréstimos de bancos comerciais

Os grandes bancos comerciais têm se envolvido cada vez mais no financiamento de projetos de infraestrutura em todo o mundo. Assim, a avaliação de

empreendimentos de enorme complexidade financeira e riscos das mais variadas naturezas fez com que se desenvolvessem no mercado bancário diversos instrumentos creditórios. O financiamento de projetos pelas instituições financeiras comerciais geralmente ocorre por meio de crédito rotativo, empréstimos a prazo, empréstimos-ponte e carta de comprometimento de crédito (FINNERTY, 1998).

Por crédito rotativo, entende-se a modalidade de crédito em que o tomador possui um limite pré-estabelecido, do qual pode dispor de forma automática conforme as suas necessidades. À medida em que o tomador utiliza o limite, o volume de crédito disponível diminui; por outro lado, o crédito disponível aumenta conforme o tomador efetua o pagamento do valor principal utilizado (FORTUNA, 2005).

O empréstimo a prazo é a modalidade mais comum de aporte financeiro, por meio do qual o tomador se compromete a realizar pagamentos futuros a fim de saldar uma obrigação. De acordo com o BACEN, empréstimo bancário é “o contrato entre o cliente e a instituição financeira pelo qual ele recebe uma quantia deverá ser devolvida ao banco em prazo determinado, acrescida dos juros acertados. Os recursos obtidos no empréstimo não têm destinação específica¹⁰”. Acerca do financiamento, o BACEN ressalta sua semelhança ao empréstimo bancário mas destaca a necessidade de destinação específica dos recursos tomados, tais como a aquisição de veículos e de bens imóveis, além do fato de geralmente existir algum tipo de garantia no financiamento, a exemplo da hipoteca e alienação fiduciária¹¹.

Já o *empréstimo-ponte* é uma modalidade de empréstimo temporário de curto prazo que tem por finalidade financiar um negócio durante o tempo necessário para a estruturação do financiamento de longo prazo. A utilização do empréstimo-ponte se destina a viabilizar a concretização rápida de um negócio. O BNDES define o empréstimo-ponte como

¹⁰ BACEN. FAQ – Empréstimos e financiamentos. Disponível em https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/legado?url=https:%2F%2Fwww.bcb.gov.br%2Fpre%2Fbc_atende%2Fport%2Fservicos9.asp. Acesso em 07 de abril de 2019.

¹¹ Idem.

Financiamento a um projeto com o objetivo de agilizar a realização de investimentos por meio da concessão de recursos no período de estruturação da operação de financiamento de longo prazo, à qual o empréstimo-ponte deve estar, necessariamente, associado.¹²

Por sua vez, a carta de comprometimento de crédito, ou *standby letter of credit*, é um instrumento que oferece ao tomador a possibilidade de caucionar a emissão de títulos pela garantia oferecida à instituição financeira. Conforme destaca Finnerty (1998) isso ocorreria em uma situação na qual os investidores do projeto encontrassem dificuldades para rolar a emissão de papéis de curto prazo.

No Brasil, a tomada de capital em bancos comerciais para financiar investimentos em infraestrutura passou a representar uma opção de fonte de recursos somente a partir de meados dos anos 1990, devido à estabilização da economia brasileira em decorrência do término da hiperinflação. Isso porque as instituições financeiras comerciais brasileiras não se dispunham a realizar empréstimos de longo prazo diante das incertezas que dominavam o cenário macroeconômico nacional.

Não obstante, ainda que a partir da segunda metade da década de 1990 os bancos comerciais tenham iniciado o processo de disponibilização de linhas de crédito de longo prazo para financiar o desenvolvimento, o que se observou foram taxas de juros com *spread* muito elevados. Pode-se dizer que os bancos comerciais ainda demonstram cautela em relação aos riscos de projetos de grande porte, risco este refletido em uma taxa de juros elevada.

Uma outra possibilidade que se mostra viável em diversos países é a captação de recursos em moeda estrangeira, possibilitando que empreendimentos busquem financiamento em instituições bancárias que ofereçam taxas de juros mais competitivas. Ocorre que para os empreendimentos brasileiros, a volatilidade da nossa moeda frente às principais moedas internacionais representam um alto risco

¹² Glossário BNDES. Disponível em https://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Hotsites/Relatorio_Anual_2014/glossario.html. Acesso em 13 de março de 2019.

cambial, principalmente porque geralmente as receitas dessas empresas são realizadas em moeda nacional.

Apesar da possibilidade do *hedge* cambial, o custo final para o empreendimento acaba por ser muito superior a outras formas de financiamento de projetos de infraestrutura, tornando-se pouco atrativo. Assim, o parceiro privado não consegue mitigar por completo o risco cambial devido ao baixo grau de desenvolvimento e à assimetria do mercado financeiro em países emergentes como o Brasil, fazendo com que esse risco seja compartilhado com o parceiro público (POMPERMAYER e SILVA FILHO, 2016).

3.2.2 Bancos multilaterais de desenvolvimento

As instituições multilaterais de desenvolvimento se constituem como uma das principais alternativas para a viabilização de projetos de infraestrutura em todo o mundo, especialmente em países subdesenvolvidos e em desenvolvimento. Essas instituições existem justamente para a promoção do desenvolvimento econômico e social dos países e uma das principais formas de se concretizar esse objetivo se dá por meio do financiamento de grandes projetos de infraestrutura.

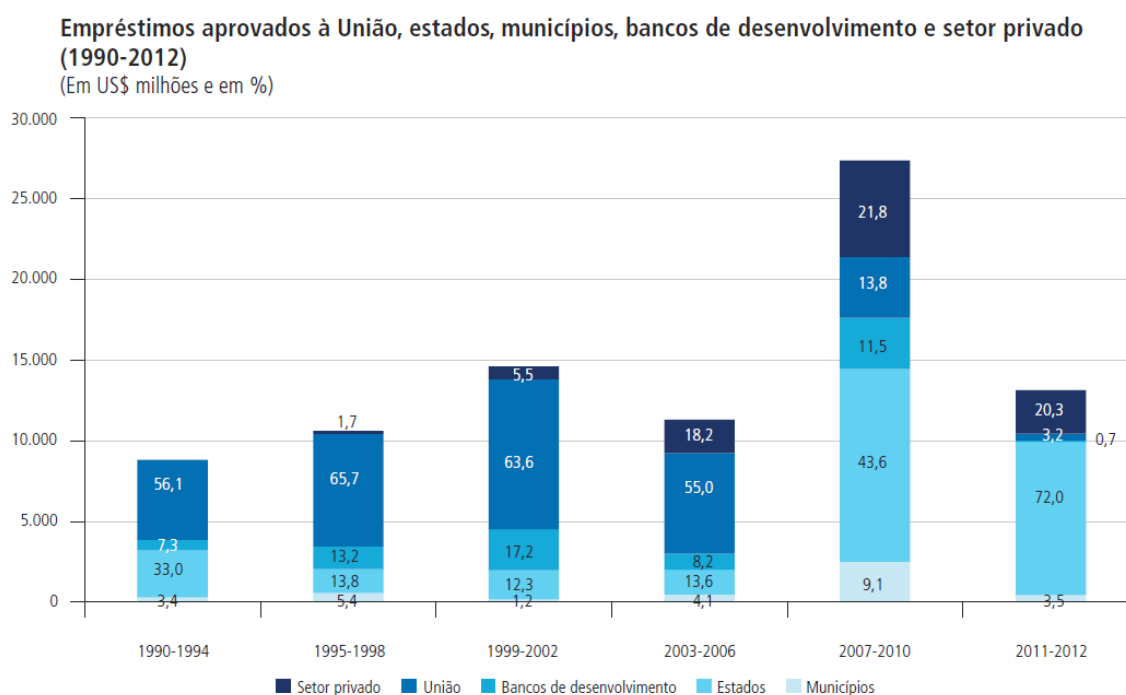
Além dos bancos multilaterais de desenvolvimento, existem diversos outros agentes de cooperação financeira internacional voltados para o desenvolvimento, tais como agências governamentais, agências bilaterais de cooperação, organizações das Nações Unidas, fundações privadas e o FMI. Contudo, os bancos multilaterais de desenvolvimento se mostram os principais atores no processo de financiamento do desenvolvimento internacional (COSTA, GONZÁLEZ e ALMEIDA, 2014, p. 59).

Os principais bancos multilaterais de desenvolvimento são o Banco Mundial, que atua em escala global, o Banco Interamericano de Desenvolvimento, o Banco de Desenvolvimento Africano, o Banco de Desenvolvimento Asiático e o Banco Europeu para Reconstrução e Desenvolvimento, sendo que estes quatro últimos atuam de forma regionalizada.

Costa, González e Almeida (2014) salientam que mais de trinta instituições financeiras poderiam ser definidas como bancos multilaterais de desenvolvimento, das quais dezenove possuem atuação na região da América Latina e Caribe, mostrando-se a região mundial com o maior número de instituições em operação. O Brasil, por sua vez, se relaciona com mais de uma dúzia de agências multilaterais, as quais financiam uma carteira de projetos da ordem de US\$ 35 bilhões.

A partir da estabilização econômica ocorrida em meados dos anos 1990, o Brasil passou a obter mais recursos dos bancos multilaterais de desenvolvimento para o financiamento de projetos. Observa-se ainda que o período de 2007 a 2010, em decorrência do PAC, registrou um vigoroso aumento no volume de recursos obtidos por entidades brasileiras junto aos organismos multilaterais internacionais.

Figura 4 – Empréstimos aprovados entre 1990 e 2012



Fonte: Costa, Gonzáles e Almeida (2014, p. 69)

Importante destacar a participação do setor privado no *share* de recursos captados junto aos bancos multilaterais de desenvolvimento a partir de 2003. Antes disso, o setor privado praticamente não obtinha recursos junto a esses organismos, entretanto nos últimos períodos analisados a iniciativa privada passou a representar um importante percentual nesse tipo de operação.

A nosso ver, esse aumento da participação do setor privado no *share* dos recursos obtidos junto aos organismos internacionais é um claro reflexo da maior participação da iniciativa privada no desenvolvimento da infraestrutura brasileira.

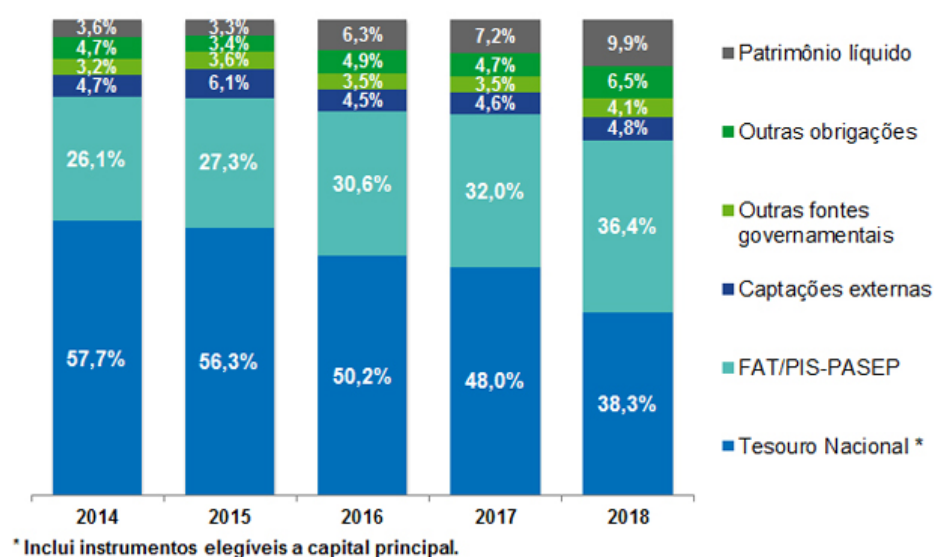
3.2.3 BNDES

Criado em 1952, o BNDES é uma empresa pública federal que tem por objetivo fomentar o desenvolvimento econômico e social brasileiro por meio do financiamento de longo prazo, oferecendo linhas de crédito com características distintas daquelas encontradas nas instituições financeiras privadas. Atualmente, o BNDES é um dos quatro maiores bancos de desenvolvimento em volume de ativos e um dos três em que a participação na economia supera 10% do PIB (FERRAZ, ALÉM e MADEIRA, 2013).

As fontes de recursos do BNDES são formadas, majoritariamente, pelo Tesouro Nacional, FAT, PIS e PASEP, que correspondem a cerca de 74% da participação em 2018¹³. Importante ressaltar que a participação dessas fontes de recursos vem caindo, saindo de um patamar de 83,8% em 2014, como demonstra a figura abaixo.

¹³ Disponível em <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/fontes-de-recursos>. Acesso em 07 de abril de 2019.

Figura 5 – Fontes de Recursos do BNDES de 2014 a 2018

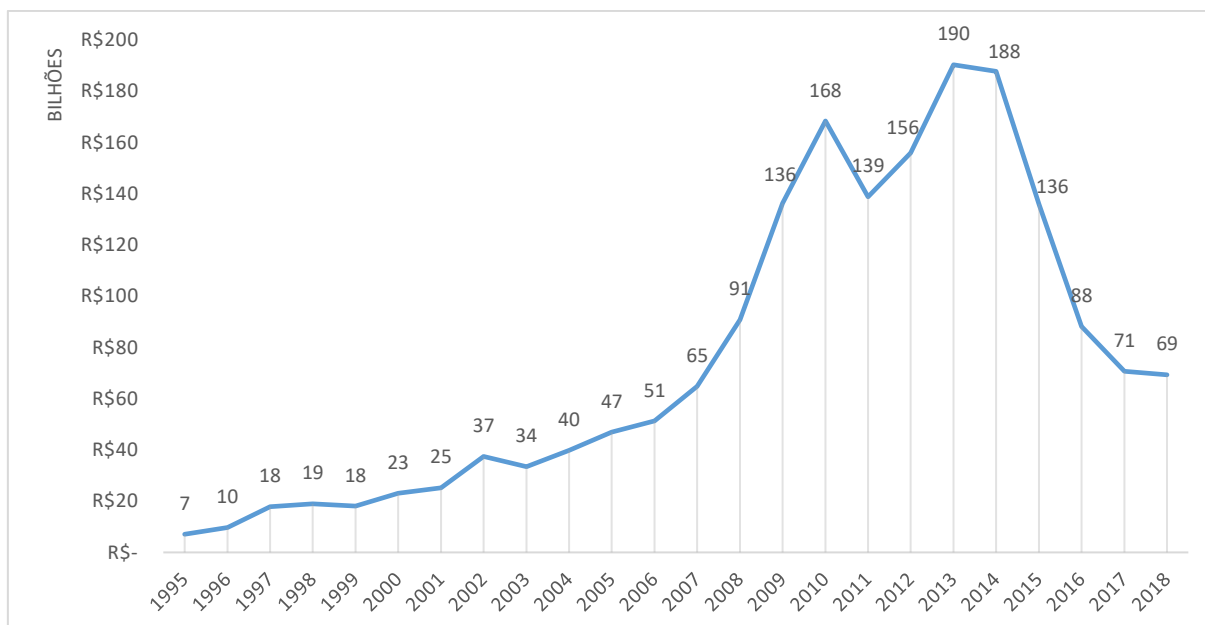


Fonte: BNDES

A oferta de recursos do BNDES ocorre de forma direta, quando os recursos são tomados diretamente junto ao banco de desenvolvimento, e indireta, nos casos em que os recursos são disponibilizados pelo BNDES por meio de outros bancos e instituições financeiras atuantes no mercado. Nas operações indiretas, cabe à instituição financeira concedente do empréstimo realizar a análise de crédito e absorver todo o risco envolvido na operação (FERREIRA e MEIRELLES, 2009).

A figura abaixo apresenta o valor total dos desembolsos do BNDES por ano, entre 1995 e 2018.

Figura 6 – Desembolso geral do BNDES entre 1995 e 2018



Fonte: BNDES. Elaborado pelo autor.

A partir da análise da figura acima, destacam-se três períodos distintos. O primeiro, entre 1995 e 2007, apresenta um crescimento contínuo e moderado dos desembolsos do BNDES. De 2008 a 2015, houve uma drástica elevação do nível anual de desembolsos, sobretudo em decorrência do PAC e dos investimentos em infraestrutura para sediar a Copa do Mundo de Futebol de 2014 e os Jogos Olímpicos de 2016. A partir de 2016, o nível anual de desembolsos retorna ao patamar de 2008 e continua a tendência de queda observada já a partir do ano de 2015. O desembolso de infraestrutura do BNDES nos últimos anos gira em torno de 40% do volume geral.

O BNDES sempre desempenhou o papel de principal agente financiador do desenvolvimento no Brasil. Entretanto, a partir de 2016 o Banco alterou sua política de financiamento, criando espaço para que outras modalidades pudessem aumentar sua participação como fontes de recursos para os projetos de infraestrutura.

As principais mudanças recentes na política de crédito do BNDES dizem respeito à estrutura de *funding*, com a devolução de recursos para o Tesouro Nacional, e às novas condições de crédito, que tornaram um pouco mais caros os recursos do BNDES por meio da adoção da TLP, alteração das contrapartidas, redução dos prazos e fim dos empréstimos-ponte.

Diante desse cenário, é imprescindível que o Brasil encontre outras formas de financiamento da infraestrutura uma vez que com a nova política do BNDES fica evidente que o Banco não realizará, a curto prazo, aumento dos desembolsos para financiar o desenvolvimento econômico brasileiro. Assim, o Brasil corre o risco de que os investimentos em infraestrutura fiquem ainda mais escassos, ocasionando uma perda de competitividade ainda maior do país no contexto econômico mundial.

3.3 Mercado de capitais

A captação de recursos no mercado de capitais pode ocorrer mediante a oferta pública inicial de ações de uma empresa, por meio de emissões secundárias de ações ou debêntures. Esses títulos, negociados na bolsa de valores ou mercado de balcão, configuram uma alternativa para a obtenção de recursos para o financiamento da infraestrutura.

As empresas brasileiras não tem utilizado os recursos obtidos no mercado de capitais para fins de investimento, mas sim para refinanciamento do passivo e capital de giro. De acordo com a ANBIMA, em 2017 somente 2,4% das emissões tinha investimentos como objetivo e menos de 10% possuíam prazo superior a 10 anos (ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS; B3 BOLSA BRASIL BALCÃO, 2018). Dessa forma, a baixa participação do mercado de capitais brasileiro, a longo prazo, resulta em baixos níveis de investimento em novos empreendimentos.

Todavia, desde 2016 a participação do mercado de capitais no financiamento dos investimentos tem demonstrado um crescimento superior aos desembolsos realizados pelo BNDES, em decorrência das modificações realizadas nas políticas de concessões que reduziram a oferta de crédito do BNDES e das constantes quedas nas taxas de juros. Entre janeiro e julho de 2018 a captação total das empresas brasileiras no mercado de capitais alcançou o volume de R\$ 144,5 bilhões, superior à média para o período dos sete anos anteriores (R\$ 122,5 bilhões), conforme ressaltam

Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais; B3 Bolsa Brasil Balcão (2018, p. 6).

3.3.1 Debêntures de infraestrutura

A utilização de debêntures de infraestrutura é uma nova modalidade para o financiamento de projetos no Brasil. A partir do advento da Lei n. 12.431/2011¹⁴, as SPE, concessionárias de serviços públicos ou *holding* que as controlem passaram a poder emitir debêntures de infraestrutura que, além dos requisitos tradicionais, também precisam atender a determinados aspectos estabelecidos pela legislação e ter o seu capital totalmente empregado nos empreendimentos específicos.

A fim de que a SPE possa emitir as debêntures de infraestrutura, é imprescindível que o projeto seja classificado como prioritário mediante a publicação de portarias específicas dos Ministérios competentes conforme a natureza do empreendimento. Somente após a publicação da portaria ministerial que enquadre o projeto como prioritário a SPE poderá realizar a emissão das debêntures de infraestrutura. Os projetos precisam ter como objeto a construção, modernização, manutenção ou reparo nos setores de logística e transporte, mobilidade urbana, energia, telecomunicações, radiodifusão, saneamento básico ou irrigação.

O fluxo financeiro da SPE é a única fonte de recursos para a quitação das obrigações financeiras contraídas, razão pela qual a análise referente à capacidade de geração de receita do empreendimento é de extrema importância.

¹⁴ Lei n. 12.431/2011. Dispõe sobre a incidência do imposto sobre a renda nas operações que especifica; [...] institui o Regime Especial de Incentivos para o Desenvolvimento de Usinas Nucleares (Renuclear); dispõe sobre medidas tributárias relacionadas ao Plano Nacional de Banda Larga; altera a legislação relativa à isenção do Adicional ao Frete para Renovação da Marinha Mercante (AFRMM); dispõe sobre a extinção do Fundo Nacional de Desenvolvimento; e dá outras providências. Publicado no DOU de 27.06.2011 e retificado em 29.06.2011.

O art. 2º da Lei n. 12.431/2011 define um regramento tributário específico para as debêntures emitidas por SPE que sejam relacionados à captação de recursos que tenham por objetivo a implementação de investimento em infraestrutura, ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, considerados prioritários pelo Executivo federal. Dessa forma, criou-se um incentivo tributário para aplicações financeiras por parte de pessoas físicas e jurídicas que tem como finalidade captar recursos para financiar os investimentos em infraestrutura.

Atualmente, o investimento em debêntures de infraestrutura é isento da alíquota do Imposto de Renda para as pessoas físicas residentes ou domiciliadas no Brasil. No caso das pessoas jurídicas com domicílio no Brasil, aplica-se uma alíquota de 15% de Imposto de Renda na Fonte sobre os rendimentos e ganhos auferidos na alienação, entretanto a legislação estabelece a possibilidade de dedução dos rendimentos quando da apuração de lucro real para o cálculo do Imposto de Renda de Pessoa Jurídica. As pessoas jurídicas estrangeiras possuem incentivo fiscal para o investimento em debêntures de infraestrutura que podem chegar à completa isenção de alíquota de Imposto de Renda na Fonte.

No período de janeiro de 2012 a junho de 2016, o Brasil registrou 27 emissões de debêntures de infraestrutura no valor total de R\$ 6,1 bilhões. A título comparativo, no mesmo período a América do Norte e Europa, mercados mais desenvolvidos que o brasileiro, registraram 74 emissões, alcançando o valor de US\$ 26,9 bilhões emitidos.

É importante observar que a emissão das debêntures de infraestrutura no Brasil tem se concentrado em projetos *brownfield*, ou seja, essa modalidade de financiamento tem sido mais utilizada para investimento em empreendimentos que já se encontram em operação. Enquanto os empreendimentos *greenfield* correspondem a 25,3% das debêntures de infraestrutura emitidas, os projetos *brownfield* somam 74,7% do total de emissões de debêntures incentivadas (WAJNBERG, 2014).

Essa discrepância decorre, em boa parte, do fato de que os empreendimentos *greenfield* apresentam riscos mais elevados e maiores incertezas em relação à sua capacidade de geração de receita exigindo, conseqüentemente, taxas de retorno maiores do que aquelas de projetos *brownfield*.

Os números apresentados demonstram que esta é uma modalidade de *funding* que encontra receptividade no mercado financeiro. Entretanto, é preciso ainda promover incentivos aos investidores institucionais, tais como fundos de pensão, seguradoras e gestores de recursos, uma vez que estes segmentos encontram restrições que dificultam sua participação mais efetiva nas debêntures de infraestrutura, como destacam Wajnberg e Capistrano (2016).

3.3.2 Fundos de investimento em participações em infraestrutura

O Fundo de Investimento em Participações em Infraestrutura (FIP-IE) foi criado em 2007 pela Lei n. 11.478/2007¹⁵ com o objetivo de fomentar o aporte de recursos de investidores privados em novos projetos de infraestrutura implementados por SPE nos setores de energia, transporte, água e saneamento básico, irrigação e outras áreas consideradas prioritárias pelo Poder Executivo Federal. A legislação possibilita ainda o investimento em projetos já existentes desde que os investimentos e os resultados da expansão sejam segregados por meio da constituição de uma SPE.

Trata-se de um investimento de renda variável composto por cotas que não podem ser resgatadas antes do término do prazo estabelecido inicialmente, salvo em caso de liquidação do fundo.

A Lei n. 11.478/2007 estabelece a obrigatoriedade de que o FIP-IE aplique o mínimo de 90% de seu patrimônio em ações e outros títulos emitidos por SPE atuante em algum dos cinco setores de infraestrutura mencionados na referida lei. O restante do patrimônio do FIP-IE pode ser investido em outras modalidades.

¹⁵ Lei n. 11.478/2007. Institui o Fundo de Investimento em Participações em Infraestrutura. Publicado no DOU de 30.05.2007.

O FIP-IE precisa ter uma quantidade mínima de cinco cotistas. Cada um deles não pode deter percentual superior a 40% das cotas emitidas ou auferir rendimento superior a 40% do total de rendimentos do fundo.

Como requisito de governança, a legislação também estabelece que o FIP-IE participe do processo decisório da SPE investida, influenciando a gestão e as decisões estratégicas. Essa influência pode ocorrer de diversas maneiras, tais como por meio da indicação de membro para composição do Conselho de Administração da SPE, detenção de um conjunto de ações que garanta o controle societário, celebração de acordo de acionistas, dentre outras formas.

O FIP-IE, assim como as debêntures de infraestrutura, também possui incentivos fiscais estabelecidos com a finalidade de estimular os investidores de varejo (pessoas físicas) e investidores estrangeiros, fomentando a entrada de capital estrangeiro no país para o investimento em infraestrutura.

Até o final de 2017, a CVM havia registrado somente 21 FIP-IE no Brasil.

3.3.3 Fundos de investimento em direitos creditórios em infraestrutura

O fundo de investimento em direitos creditórios é uma modalidade de investimento em que pelo menos 50% do patrimônio líquido do fundo deve ser investido em direitos creditórios.

A utilização do FIDC como fonte de recursos para financiamento da infraestrutura está diretamente atrelada à emissão das debêntures de infraestrutura nos termos da Lei nº 12.431/2011. Os FIDC-IE são fundos destinados a adquirir direitos creditórios originados de financiamentos de projetos de infraestrutura por meio das debêntures.

Até o início de 2019, apenas um FIDC de infraestrutura havia sido constituído, o FIDC BB Votorantim Highland¹⁶, com patrimônio líquido de 378 milhões ao final do exercício de 2018.

Todavia, há vários outros FIDC-IE em processo de estruturação no Brasil e a expectativa é de que já no segundo semestre de 2019 alguns novos FIDC-IE sejam lançados no mercado, superando a marca de R\$ 1 bilhão em patrimônio líquido¹⁷ ainda no ano de 2019.

¹⁶ Disponível em <http://www.tlon.com.br/fidc/jornal/artigos/13568-fidc-de-infraestrutura-se-multiplicam-consolidando-importancia-do-veiculo-para-o-setor>. Acesso em 15 de abril de 2019.

¹⁷ Disponível em http://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/bndes-lancara-fidc-de-infraestrutura-no-segundo-semester-de-2019.htm. Acesso em 11 de abril de 2019.

4 ESTUDOS DE CASO: O FINANCIAMENTO DAS PARCERIAS PÚBLICO-PRIVADAS NO SETOR DE INFRAESTRUTURA AEROPORTUÁRIA DO BRASIL E REINO UNIDO

A análise comparada acerca do financiamento das PPP para investimento em infraestrutura, por meio de estudos de casos, busca identificar se o modelo brasileiro encontra similaridades na experiência internacional. O estudo de caso é um recurso metodológico para concretamente estudar o modelo de financiamento e a participação das instituições financeiras privadas e do mercado de capitais nas concessões aeroportuárias realizadas no Brasil e comparar com o modelo de financiamento adotado no Reino Unido.

A escolha do Reino Unido como caso comparativo é importante pois ele se destaca pela questão do pioneirismo na formulação de parcerias entre os setores público e privado para o investimento em infraestrutura. Frischtak (2008, p. 315) ressalta que nas últimas décadas o Reino Unido, ao lado do Chile, ocupa a vanguarda no que se refere à concepção, desenho e implantação de novas estruturas a fim de viabilizar o envolvimento do setor privado no investimento em infraestrutura. De acordo com o autor

[...] houve uma solução adequada para o problema central do investimento privado em infra-estrutura – como garantir que investimentos em ativos de longa duração, irreversíveis, cujos retornos se dão no médio e mais comumente longo prazo, não sejam presa fácil de oportunismo de Estado. A resposta foi um compacto regulatório e arranjos institucionais – geralmente agências independentes, com autonomia decisória, mas seguindo regras transparentes e preestabelecidas – que provêem no seu conjunto segurança e estabilidade aos investidores, e também para os consumidores dos serviços, muitas vezes ofertados por um único provedor. Ao mesmo tempo, os gastos do setor público puderam ser sustentados por uma situação macroeconômica relativamente sólida, elemento essencial, dada a natureza de modo geral complementar entre gastos públicos e privados em infraestrutura (FRISCHTAK, 2008, p. 315).

Nesse sentido, o estudo do modelo britânico tem o potencial de indicar como o processo de financiamento privado dos investimentos em infraestrutura por meio das PPP pode ser realizado no Brasil. Para tanto, estudaremos o caso do aeroporto de Heathrow, típico do modelo britânico de PPP, em comparação com o caso brasileiro

das concessões aeroportuárias realizadas a partir de 2011, quando se iniciou o processo de outorga de concessões dos aeroportos brasileiros.

4.1 O modelo de financiamento da infraestrutura no Reino Unido: o caso do aeroporto de Heathrow

Em 1992, o Reino Unido implantou o *Private Finance Initiative – PFI*, programa que buscava estimular empreendimentos conjuntos entre os setores público e privado, aumentando a participação da iniciativa privada na prestação de serviços públicos, e que surgiu como uma alternativa à privatização ou à execução de serviços públicos pelo próprio Estado.

O programa, concebido em um momento de dificuldade fiscal do governo britânico, retirou do setor público a responsabilidade exclusiva de financiar a infraestrutura e possibilitou que os recursos públicos pudessem ser direcionados a outros projetos, já que os investimentos em infraestrutura passaram a ser realizados pela iniciativa privada.

Com o PFI, o setor privado passou a assumir todos os riscos de um determinado empreendimento, sem qualquer garantia por parte da Administração Pública contra eventuais prejuízos decorrentes do projeto. Assim, o particular deixou de ser responsável apenas pela execução dos serviços e passou a se responsabilizar também pelo desenho, construção, financiamento, operação e manutenção dos ativos. Dessa forma, o PFI se consolidou como uma forma de assegurar a realização de grandes investimentos sem a necessidade de se recorrer, de imediato, aos cofres públicos.

Os projetos de PFI precisam envolver a transferência de riscos para o parceiro privado, bem como oferecer *Value for Money – VfM* ao setor público. O *Value for Money* refere-se ao custo-benefício obtido sobre os investimentos realizados, sendo que os custos estimados para toda a duração do contrato devem ser inferiores aos custos esperados na modalidade convencional (SUNDFELD, 2005).

Importante ressaltar que, de início, os objetivos do PFI não foram alcançados pelo Reino Unido devido à falta de coordenação e à grande quantidade de projetos conduzidos simultaneamente. Contudo, a partir de uma reformulação do programa ocorrida na segunda metade dos anos 1990, foram realizados ajustes na coordenação dos projetos, definição de prioridades, remoção de obstáculos técnicos e uma abordagem mais flexível quanto aos modelos de PPP admitidos no programa (CONFEDERAÇÃO NACIONAL DA INDÚSTRIA, 2012, p. 2).

Nos 10 primeiros anos após a criação do PFI, houve a assinatura de 564 projetos, no valor total de US\$ 54 bilhões, dos quais um terço se concentrava na área de transportes. Relatório divulgado pelo governo britânico aponta uma economia média de 17% nos projetos de PFI em relação ao modelo convencional de investimento, sendo que 75% dos projetos foram concluídos dentro do prazo e 80% dentro do orçamento inicialmente estabelecidos (CONFEDERAÇÃO NACIONAL DA INDÚSTRIA, 2012, p. 2-3). Atualmente, há mais de 700 projetos de PFI em operação no Reino Unido, com valores superiores a £300 bilhões em contrapartidas governamentais (PINHEIRO, 2015, p. 79).

A *Infrastructure UK* é a agência do governo responsável pelo apoio aos projetos e incentivo à participação do setor privado no investimento em infraestrutura no Reino Unido. Nos últimos anos, 64% dos investimentos em infraestrutura foram oriundos da iniciativa privada, com destaque para os setores de energia, telecomunicações, portos e aeroportos, em que praticamente todo o capital investido é oriundo do setor privado (CONFEDERAÇÃO NACIONAL DA INDÚSTRIA, 2016, p. 27). O investimento do governo se concentra em áreas em que o setor privado não demonstra interesse em realizar investimentos.

As principais características apontadas para o sucesso do modelo britânico são

- i) a transferência para o setor privado dos riscos que ele está mais apto a administrar (riscos operacionais, obsolescência tecnológica, etc.);
- ii) remuneração do setor privado apenas contra a prestação do serviço claramente especificado (nenhum pagamento é feito durante a fase de construção);
- iii) o longo prazo de vigência dos contratos (tempo suficiente para a recuperação do investimento) e
- iv) a concorrência na licitação (CONFEDERAÇÃO NACIONAL DA INDÚSTRIA, 2012, p. 3).

No setor aeroportuário, o sistema britânico se desenvolveu para atender um país de pouca extensão territorial, com alguns aeroportos de grande porte e muitas instalações locais. Ashford, Stanton, *et al.*, (2015, p. 6) ressaltam que no início dos anos 1970 o governo britânico promoveu uma política de investimentos nos aeroportos, fazendo com que um pequeno número de aeroportos funcionasse como o *hub* que atende ao tráfego internacional, enquanto os demais assumiam um papel secundário. Assim, os aeroportos britânicos foram divididos em quatro categorias, que definiam a aprovação governamental para o financiamento dos investimentos em infraestrutura: aeroportos internacionais de entrada, aeroportos regionais, aeroportos locais e aeroportos de aviação geral.

No final dos anos 1980, o Reino Unido realizou a privatização de todos os aeroportos públicos com receita anual superior a £ 1 milhão, incluindo os londrinos Heathrow e Gatwick. Desde então, o setor aeroportuário britânico se desenvolveu de tamanha maneira possibilitando que aeroportos classificados como regionais nos anos 1970 atualmente possuam operação de voos para as mais diversas partes do mundo.

No Aeroporto de Heathrow os investimentos privados somam mais de £ 11 bilhões desde 2003, passando pela construção do Terminal 5, reforma dos Terminais 3 e 4, expansão do Terminal 2 e implantação de um novo sistema integrado de bagagens¹⁸. A recente expansão do Terminal 2 do Aeroporto de Heathrow finalizada em 2014, ao custo de £ 3 bilhões, representou um dos maiores investimentos privados em infraestrutura no Reino Unido. Esses investimentos, que incluem a expansão dos terminais de passageiros, a integração do sistema de bagagens e o aumento da quantidade de pistas de taxiamento e paradas de aeronaves, possibilitaram que o aeroporto aumentasse a sua capacidade operacional.

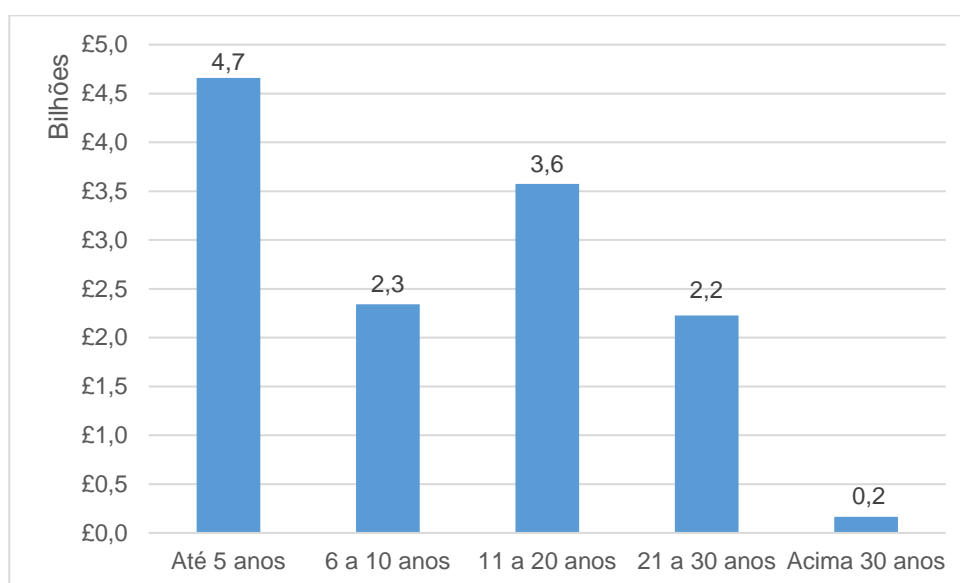
O *funding* para os investimentos em infraestrutura realizados no Aeroporto de Heathrow possui como fonte principal o mercado de capitais, entretanto também há

¹⁸ Disponível em <http://mediacentre.heathrow.com/pressrelease/details/81/Corporate-operational-24/4113>. Acesso em 29 de abril de 2019.

empréstimos bancários e em instituições internacionais de crédito como o Banco de Investimento Europeu.

Até o final do exercício de 2018, haviam sido emitidos mais de £ 12,9 bilhões em títulos pela *holding* que controla o Aeroporto de Heathrow, com vencimentos que variam de julho de 2019 até julho de 2058, e uma taxa média de 3,73%¹⁹. A dívida consolidada da Heathrow Airport Holdings Limited, ao final de 2018, era de £ 16,1 bilhões. Além dos títulos emitidos, há mais £ 3,2 bilhões em outras dívidas a prazo, com prazos de pagamentos variados até 2037 e taxa média 2,25%.

Figura 7 – Prazo de vencimento dos títulos emitidos pela Heathrow Airport Holdings Limited



Fonte: Heathrow Airport Holding Limited²⁰. Elaborado pelo autor.

Os títulos emitidos pela *holding* controladora do Aeroporto de Heathrow possuem grande atratividade junto a investidores de todo o mundo. Apesar da maioria das emissões ter sido realizada em libras esterlinas, sete moedas diferentes foram utilizadas nas 46 emissões de títulos realizadas.

¹⁹ Disponível em <https://www.heathrow.com/company/investor-centre/debt-information/debt-summary/amounts-and-costs-of-debt>. Acesso em 29 de abril de 2019.

²⁰ Idem.

Tabela 3 – Emissões de títulos da Heathrow Airport Holding Limited, por moeda

Moeda	Valor Total (£ milhões)	% Valor	Quantidade emissões	% Quantidade
£	8.949	69,0%	30	65,2%
€	1.623	12,5%	6	13,0%
C\$	1.226	9,5%	5	10,9%
US\$	621	4,8%	1	2,2%
CHF	277	2,1%	1	2,2%
NOK	175	1,3%	2	4,3%
A\$	96	0,7%	1	2,2%
	12.967.000.000	100%	46	100%

Fonte: Heathrow Airport Holding Limited²¹. Elaborado pelo autor.

Portanto, observa-se que a emissão de títulos no mercado de capitais tem sido a principal estratégia de obtenção de recursos para o financiamento de investimentos no Aeroporto de Heathrow. A busca de recursos financeiros no mercado bancário corresponde a aproximadamente 24% do volume de recursos captados por intermédio da emissão de títulos.

4.2 O financiamento das concessões aeroportuárias no Brasil

A infraestrutura aeroportuária brasileira sempre apresentou deficiências devido ao baixo índice histórico de investimento, comprometendo o desenvolvimento econômico do país. A partir do final da década de 2000, com a obtenção do direito de sediar a Copa do Mundo de 2014 e as Olimpíadas de 2016, o Brasil se viu diante de da necessidade de solucionar os problemas na sua defasada estrutura aeroportuária e, para tanto, foi necessária a realização de grandes investimentos nos aeroportos.

²¹ Idem.

De 2003 a 2011, os investimentos públicos nos aeroportos brasileiros saltaram de R\$ 350 milhões/ano para R\$ 2,1 bilhão/ano, totalizando R\$ 9,6 bilhões no período (CAMPOS NETO, 2016). A partir de 2011, o modelo de investimento na infraestrutura aeroportuária brasileira passou a contar também com a participação do setor privado, já que nesse ano foi realizada a primeira concessão aeroportuária no Brasil. Desde então, 22 aeroportos já foram outorgados à iniciativa privada.

Tabela 4 – Aeroportos concedidos à iniciativa privada

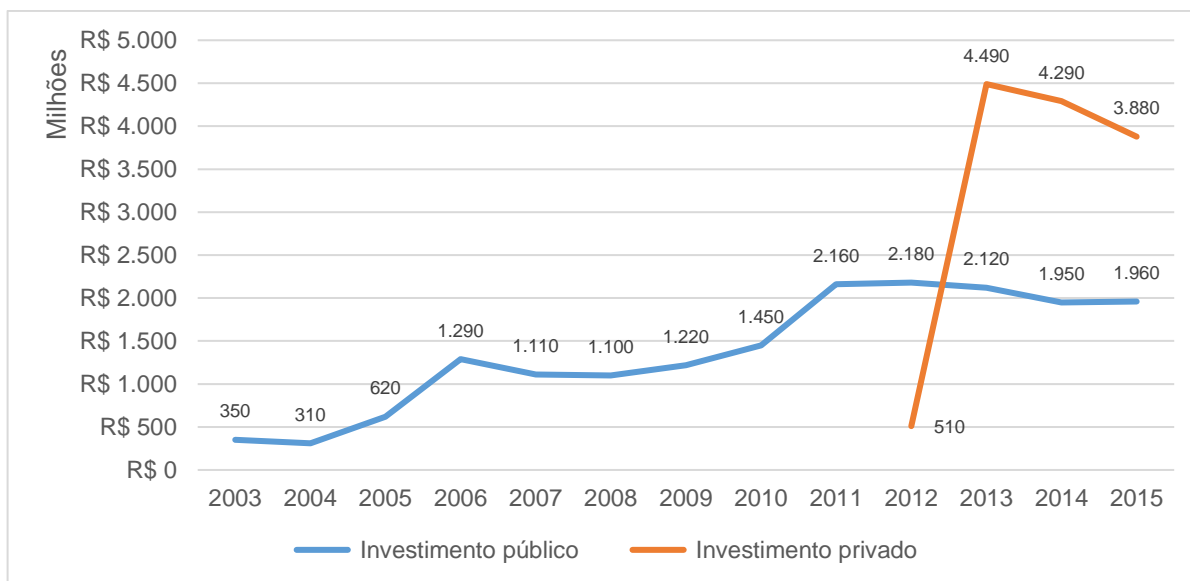
Aeroporto	Data da concessão	Prazo da concessão	Valor da concessão (R\$ milhões)
Natal/RN	18/01/2012	28 anos	170
Guarulhos/SP	11/07/2012	20 anos	16.200
Campinas/SP	11/07/2012	30 anos	3.800
Brasília/DF	24/07/2012	25 anos	4.500
Galeão/RJ	07/05/2014	25 anos	19.000
Confins/MG	07/05/2014	30 anos	1.820
Salvador/BA	28/07/2017	30 anos	1.600
Fortaleza/CE	28/07/2017	30 anos	1.500
Porto Alegre/RS	28/07/2017	25 anos	382
Florianópolis/SC	28/07/2017	30 anos	241
Recife/PE Maceió/AL João Pessoa/PB Aracaju/SE Juazeiro do Norte/CE Campina Grande/PB	15/03/2019	30 anos	1.900
Cuiabá/MT Sinop/MT Rondonópolis/MT Alta Floresta/MT	15/03/2019	30 anos	40
Vitória/ES Macaé/RJ	15/03/2019	30 anos	437
Total			51.590

Fonte: Agência Nacional de Aviação Civil – ANAC²². Elaborado pelo autor

Enquanto no período de 2003 a 2011 o montante total investido na infraestrutura aeroportuária brasileira foi de R\$ 9,6 bilhões, recursos em sua totalidade provenientes dos cofres públicos, nos anos de 2012 a 2015 os investimentos nos aeroportos alcançaram R\$ 21,3 bilhões, dos quais R\$ 8,2 bilhões foram realizados pelo setor público e R\$ 13,1 bilhões pela iniciativa privada (CAMPOS NETO, 2016).

²² Informações disponíveis no portal da Agência Nacional de Aviação Civil – ANAC. <http://www.anac.gov.br/assuntos/paginas-tematicas/concessoes>

Tabela 5 – Investimento público e privado nos aeroportos de 2003 a 2015



Fonte: Campos Neto (2016)

Não obstante o incremento da participação do setor privado no desenvolvimento da infraestrutura aeroportuária brasileira a partir de 2012, verifica-se que as concessionárias tem utilizado os bancos públicos, em especial o BNDES, como fonte primária de financiamento para a execução dos investimentos.

O **Aeroporto de Natal**, primeiro aeroporto brasileiro concedido à iniciativa privada, já recebeu R\$ 480 milhões de investimentos conforme dados divulgados pelo Consórcio Inframérica²³. Na primeira fase de investimentos, logo após o início da concessão em janeiro de 2012, a iniciativa privada investiu R\$ 440 milhões, dos quais R\$ 329 milhões foram oriundos do BNDES²⁴. Esse montante corresponde a 75% dos investimentos realizados na primeira fase e a 68% do total de investimentos já realizados no Aeroporto de Natal. A capacidade anual do Aeroporto de Natal é de 6,2 milhões de passageiros.

²³ Disponível em <https://www.natal.aero/br/o-aeroporto/investimentos>. Acesso em 05 de abril de 2019.

²⁴ Disponível em <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2012/11/1189426-bndes-aprova-r-329-milhoes-para-aeroporto-no-rn-para-a-copa.shtml>. Acesso em 02 de abril de 2019.

O **Aeroporto de Guarulhos**, o mais movimentado do Brasil, já recebeu mais de R\$ 5,4 bilhões em investimentos realizados pela concessionária GRU Airport, sendo R\$ 3,48 bilhões (64%) financiados pelo BNDES²⁵. Esses investimentos possibilitaram a ampliação da capacidade operacional do Aeroporto de Guarulhos, que passou de 36 milhões de passageiros/ano em 2012, para mais de 50 milhões de passageiros/ano em 2017. Novos investimentos previstos possibilitarão que o Aeroporto de Guarulhos alcance a marca de 60 milhões de passageiros anuais até o final de 2032²⁶.

Em relação ao **Aeroporto de Campinas**, o plano de investimentos previa o desembolso de R\$ 9,5 bilhões durante o período da concessão²⁷, divididos em cinco fases de investimentos, e ampliação da capacidade operacional para 80 milhões de passageiros/ano. Na primeira fase, foram investidos R\$ 2,4 bilhões, sendo R\$ 1,5 bilhão financiados pelo BNDES e outros R\$ 300 milhões em debêntures de infraestrutura adquiridas pelo BNDESPar²⁸.

A concessionária Aeroportos Brasil Viracopos enfrentou dificuldades financeiras e teve a recuperação judicial decretada em 2018, com uma dívida a reestruturar de R\$ 2,9 bilhões. O BNDES é o maior credor, com R\$ 2,6 bilhões. As alternativas que estão em estudo contemplam a incorporação de novos parceiros à concessionária atual e até mesmo a retomada da outorga com a realização de nova concessão, caso a recuperação judicial da concessionária atual se mostre infrutífera.

²⁵ Disponível em https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/imprensa/noticias/conteudo/20131217_aeroportos. Acesso em 24 de fevereiro de 2019.

²⁶ Disponível em <https://www.guarulhoshoje.com.br/2018/10/24/gru-airport-comeca-obras-de-expansao-para-ampliar-numero-de-passageiros-no-aeroporto>. Acesso em 03 de março de 2019.

²⁷ Disponível em <http://www.viracopos.com/institucional/governanca-corporativa>. Acesso em 05 de fevereiro de 2019.

²⁸ Disponível em https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/imprensa/noticias/conteudo/20131230_viracopos. Acesso em 10 de abril de 2019.

O **Aeroporto de Brasília** possui capacidade de operação anual de 17 milhões de passageiros e previsão de ampliação dessa capacidade para 41 milhões de passageiros/ano. O volume total de investimentos previsto para todo o período da concessão é de R\$ 2,85 bilhões, dos quais R\$ 1,7 bilhão já haviam sido investidos até o final de 2017, conforme dados divulgados pelo Consórcio Inframérica²⁹. Na primeira fase, a concessionária investiu R\$ 1,3 bilhão, sendo que R\$ 797,1 milhões foram financiados pelo BNDES³⁰ (61% do montante investido).

No **Aeroporto do Galeão**, o investimento previsto para o período da concessão é de R\$ 5,2 bilhões. A primeira fase de investimentos realizados pela concessionária Rio Galeão alcançou o montante de R\$ 2,3 bilhões, dos quais R\$ 1,62 bilhão foi financiado pelo BNDES³¹. Após o término das intervenções, o Aeroporto do Galeão terá sua capacidade operacional aumentada de 17 milhões de passageiros/ano para 43 milhões de passageiros anuais.

Para o **Aeroporto de Confins**, a estimativa inicial de investimento era da ordem de R\$ 3,5 bilhões durante todo o período de vigência da concessão. A concessionária BH Airport investiu na primeira etapa R\$ 983 milhões, obtendo R\$ 508 milhões de financiamento junto ao BNDES³². A capacidade operacional do Aeroporto de Confins saiu de 11 milhões de passageiros/ano para 22 milhões de passageiros/ano.

No **Aeroporto de Salvador**, a previsão de investimento para o período da concessão é de R\$ 1,5 bilhão. Na primeira etapa, a concessionária Vinci Airports Brasil obteve recursos junto a outra instituição de fomento, o BNB, que financiou

²⁹ Disponível em <https://www.bsb.aero/br/o-aeroporto/sobre-o-aeroporto/dados-e-informacoes>. Acesso em 15 de abril de 2019.

³⁰ Disponível em https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/imprensa/noticias/conteudo/20131217_aeroportos. Acesso em 12 de abril de 2019.

³¹ Disponível em <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/imprensa/noticias/conteudo/bndes-prova-emprestimo-de-r-1-62-bilhao-para-a-riogaleao>. Acesso em 25 de abril de 2019.

³² Disponível em <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/imprensa/noticias/conteudo/bndes-aprova-r-508-milhoes-para-investimentos-da-bhairport-no-aeroporto-internacional-de-confins>. Acesso em 12 de abril de 2019.

R\$ 516 milhões para investimentos na infraestrutura aeroportuária com recursos do FNE³³. A estimativa é de que, ao final do prazo da concessão, a capacidade operacional anual do Aeroporto de Salvador seja ampliada de 7,5 milhões de passageiros para 35 milhões de passageiros.

Enquanto a maioria das concessionárias buscou recursos junto ao BNDES por meio de empréstimos-ponte posteriormente novados em operações de *Project Finance*, a concessionária Vinci Airports Brasil e o BNB firmaram um contrato de financiamento integral sem garantia específica, sendo o primeiro do setor aeroportuário brasileiro a utilizar esse modelo.

O **Aeroporto de Fortaleza**, operado pela concessionária Fraport AG, receberá R\$ 2 bilhões em investimentos ao longo do período da concessão, sendo R\$ 985 milhões na primeira fase. Assim como ocorrido no Aeroporto de Salvador, o financiamento foi concedido pelo BNB no valor de R\$ 690 milhões, com recursos do FNE³⁴. A capacidade operacional atual do Aeroporto de Fortaleza é de 6 milhões de passageiros anuais e os investimentos previstos farão com que esse número alcance 20 milhões de passageiros/ano.

O **Aeroporto de Porto Alegre**, concedido à Fraport AG, possui investimentos de R\$ 1,8 bilhão previstos para o período da concessão. O BNDES disponibilizou à concessionária o valor de R\$ 1,25 bilhão para a realização dos investimentos em infraestrutura³⁵. Com esses investimentos, a capacidade operacional do Aeroporto de Porto Alegre será ampliada de 15 milhões para 22,8 milhões de passageiros/ano.

No caso do **Aeroporto de Florianópolis**, o valor total dos investimentos somam R\$ 620 milhões, dos quais R\$ 376 milhões (60%) foram disponibilizados pelo

³³ Disponível em https://www.bnb.gov.br/sala-de-imprensa/-/asset_publisher/x8xtPijhdmFZ/content/aeroporto-salvador-bahia-e-bnb-fazem-acordo-para-financiamento-das-obras-de-expansao-e-modernizacao-do-equipamento/50120?inheritRedirect=false. Acesso em 17 de março de 2019.

³⁴ Disponível em <https://www.opovo.com.br/noticias/economia/2018/10/com-mais-de-r-200-mi-ja-investidos-fraport-assina-financiamento-com.html>. Acesso em 22 de abril de 2019.

³⁵ Disponível em <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,bn-des-empresta-r-1-25-bilhao-a-aeroporto-do-rs,70002645520>. Acesso em 15 de março de 2019.

BNDES ao final de 2018³⁶ à concessionária Floripa Airport. A estimativa é de que, com as novas obras, a capacidade anual de operação do aeroporto alcance 8 milhões de passageiros, frente os 3,8 milhões em 2017.

A partir da análise das 10 concessões aeroportuárias realizadas até 2018, é possível constatar que a maior parte dos recursos utilizados para o investimento na infraestrutura aeroportuária brasileira foi oriunda do BNDES. Apenas as concessionárias que operam os aeroportos de Salvador e Fortaleza não utilizaram o BNDES como fonte de recursos, entretanto buscaram financiamento em outra instituição pública de fomento, o BNB. O que se constata é uma concentração de *funding* para o investimento em infraestrutura aeroportuária nos bancos públicos, especialmente no BNDES.

Tabela 6 – Investimentos realizados e origem dos recursos

Aeroporto	Investimento realizado (R\$ milhões)	Valor financiado (R\$ milhões)	Percentual financiado	Origem dos recursos
Natal/RN	480	329	68%	BNDES
Guarulhos/SP	5.400	3.480	64%	BNDES
Campinas/SP	2.400	1.500	62%	BNDES
Brasília/DF	1.300	797	61%	BNDES
Galeão/RJ	2.300	1.620	70%	BNDES
Confins/MG	983	508	51%	BNDES
Salvador/BA	1.500	516	34%	BNB
Fortaleza/CE	985	690	70%	BNB
Porto Alegre/RS	1.800	1.250	69%	BNDES
Florianópolis/SC	620	376	60%	BNDES
Total	17.768	11.066	62%	BNDES/BNB

Fonte: Elaborado pelo autor.

Na primeira rodada de investimentos, o financiamento dos bancos públicos para os investimentos em infraestrutura nos aeroportos concedidos à iniciativa privada alcançou o volume de R\$ 11 bilhões, sendo R\$ 9,8 bilhões oriundos do BNDES e R\$ 1,2 bilhão emprestados pelo BNB por intermédio do FNE.

³⁶ Disponível em <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/imprensa/noticias/conteudo/bndes-aprova-r376-milhoes-a-concessionaria-do-aeroporto-internacional-de-florianopolis>. Acesso em 22 de abril de 2019.

No que se refere à utilização do mercado de capitais, 4 concessionárias realizaram a emissão de debêntures de infraestrutura, totalizando R\$ 1,082 bilhão. A maior captação foi feita pela GRU Airport (R\$ 600 milhões), enquanto a Aeroportos Brasil Viracopos obteve R\$ 300 milhões, a Floripa Airport R\$ 150 milhões e a Inframérica Brasília recebeu R\$ 32 milhões por meio de debêntures de infraestrutura. A concessionária Rio Galeão chegou a obter autorização para a emissão de debêntures de infraestrutura³⁷, entretanto ainda não lançou os títulos no mercado.

Observa-se, portanto, que a utilização do mercado de capitais pelas concessionárias dos aeroportos brasileiros ainda se mostra bastante tímida, correspondendo a aproximadamente 9% do volume de recursos captados junto aos bancos públicos. Já a participação dos bancos privados na concessão de financiamentos é quase inexistente, concentrando-se a captação de empréstimos nos bancos públicos.

Recentemente, o governo brasileiro realizou a concessão de mais 12 aeroportos, divididos em três blocos: nordeste, centro-oeste e sudeste.

O bloco de aeroportos nordestinos contempla os Aeroportos de Recife/PE, Maceió/AL, João Pessoa/PB, Aracaju/SE, Juazeiro do Norte/CE e Campina Grande/PB e foi concedido à empresa espanhola Aena Desarrollo Internacional pelo valor de R\$ 1,9 bilhão. A concessionária investirá R\$ 2,1 bilhão durante o período de vigência da concessão³⁸.

Já o bloco de aeroportos do centro-oeste é composto pelos aeroportos de Alta Floresta/MT, Cuiabá/MT, Rondonópolis/MT e Sinop/MT e foi concedido ao Consórcio Aeroeste, que se comprometeu a investir o montante de R\$ 770 milhões durante o período da concessão³⁹.

³⁷ Disponível em <https://www.dci.com.br/servicos/sac-aprova-projeto-da-concessionaria-do-gale-o-para-emiss-o-de-debentures-1.370030>. Acesso em 22 de abril de 2019.

³⁸ Disponível em <https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2019/03/15/1-leilao-de-bolsonaro-concessao-de-12-aeroportos-arrecada-r-2377-bi.htm>. Acesso em 29 de abril de 2019.

³⁹ Idem.

Em relação ao bloco do sudeste, formado pelos aeroportos de Vitória/ES e Macaé/RJ, a concessionária Zurich Airport foi a vencedora. Os investimentos durante a vigência da concessão serão da ordem de R\$ 592 milhões⁴⁰.

O volume total a ser investido nesses 12 novos aeroportos concedidos à iniciativa privada é de R\$ 3,5 bilhões. O BNDES colocou à disposição das concessionárias recursos de até 80% do valor total a ser investido⁴¹, portanto é possível que as três concessionárias também recorram ao BNDES em busca de recursos, repetindo o modelo de concentração de recursos oriundos do BNDES observado em relação às rodadas anteriores de concessões aeroportuárias no Brasil.

4.3 Comparação dos modelos britânico e brasileiro a partir dos casos

O modelo de financiamento das PPP adotado no Reino Unido, conforme se constata por intermédio do caso do aeroporto de Heathrow, se mostra bem diferente do modelo brasileiro, observado pelo caso das concessões aeroportuárias já realizadas.

No Reino Unido, o modelo de financiamento da infraestrutura observado mediante o estudo do caso do aeroporto de Heathrow transfere à iniciativa privada a responsabilidade pelo investimento na infraestrutura. A partir da concessão do aeroporto ao setor privado, o governo britânico deixou de ter participação no financiamento do empreendimento, cabendo à iniciativa privada a captação de recursos para custear a manutenção das operações e as intervenções necessárias para ampliação da capacidade operacional do aeroporto.

⁴⁰ Disponível em <https://g1.globo.com/economia/noticia/2019/03/15/grupos-estrangeiros-dominam-leilao-de-aeroportos-espanhola-aena-leva-bloco-nordeste.ghtml>. Acesso em 29 de abril de 2019.

⁴¹ Disponível em <https://oglobo.globo.com/economia/bndes-financiara-ate-80-dos-investimentos-de-rodada-de-concessao-de-aeroportos-23270311>. Acesso em 29 de abril de 2019.

A iniciativa privada tem no mercado de capitais a fonte primária de financiamento para a realização dos investimentos em infraestrutura necessários para o desenvolvimento dos empreendimentos sob sua gestão. A emissão de títulos com longos prazos de vencimento é a principal forma de financiamento do empreendimento.

As concessionárias também obtêm recursos por meio de empréstimos bancários, entretanto em volume bastante inferior ao de títulos emitidos. Além disso, a tomada de crédito ocorre junto a instituições financeiras privadas.

O caso brasileiro demonstra que apesar de termos iniciado um processo de participação da iniciativa privada no financiamento da infraestrutura, uma análise quanto à origem dos recursos que os parceiros privados têm investido nas PPP demonstra que a maior parte vem dos bancos públicos.

Nas concessões aeroportuárias brasileiras, o BNDES e BNB financiaram 62% do investimento total realizado pelo setor privado na infraestrutura dos aeroportos. Já o mercado de capitais forneceu apenas R\$ 1 bilhão dos R\$ 17 bilhões que foram investidos pelas concessionárias, correspondendo a pouco mais de 5,8% do investimento total.

Observa-se no Brasil uma oportunidade para o crescimento do mercado de capitais, entretanto até o momento a utilização dessa modalidade de financiamento por parte das concessionárias que administram os aeroportos brasileiros é esporádica. A expectativa é de que nos próximos anos esse mercado alcance uma maior relevância no que concerne à participação no financiamento da infraestrutura aeroportuária.

Portanto, apesar de adotarem o modelo de gestão privada dos aeroportos, Brasil e Reino Unido ainda possuem realidades muito discrepantes no tocante ao *funding* para o investimento nos aeroportos.

CONCLUSÃO

Este trabalho buscou analisar o processo de financiamento das parcerias público-privadas no setor de infraestrutura no Brasil, a fim de compreender como ocorrem os financiamentos de projetos de infraestrutura aeroportuária por meio de PPP e avaliar medidas para ampliar a participação das instituições financeiras privadas e do mercado de capitais no financiamento da infraestrutura no Brasil.

A proposta de se estudar o financiamento das parcerias público-privadas no setor de infraestrutura aeroportuária do Brasil é importante para se verificar por que o financiamento das PPP se concentra nos bancos públicos, com o objetivo de compreender como incrementar a participação dos bancos privados e do mercado de capitais no financiamento das PPP.

O advento das parcerias público-privadas possibilita o incentivo de uma maior participação do setor privado no desenvolvimento da infraestrutura, retirando do Estado o papel de exclusivo agente financiador dos investimentos.

As PPP são um importante instrumento para superar a escassez de capital disponível para o investimento em infraestrutura e aumentar a eficiência na execução de obras e serviços públicos, diante da alocação de recursos e da maior capacidade de gestão da iniciativa privada.

A pesquisa realizada possibilitou verificar que no Brasil ainda existe uma forte dependência do setor privado nas PPP em relação aos recursos públicos disponibilizados pelo BNDES. O mercado de capitais ainda é uma alternativa pouco explorada pelo setor privado como fonte de recursos para o investimento em infraestrutura.

A tentativa de trazer o setor privado para financiar o desenvolvimento econômico por meio dos investimentos em infraestrutura, até o momento, não trouxe os resultados esperados. Os estudos de casos realizados demonstram que o financiamento da infraestrutura no Brasil ainda se concentra no setor público,

especialmente em decorrência da participação dos bancos públicos na concessão de empréstimos e financiamentos para o setor privado nas operações de PPP.

No caso dos aeroportos brasileiros, as concessionárias investiram R\$ 17 bilhões em infraestrutura desde 2011, todavia 62% desses recursos foram financiados pelo BNDES e BNB. O mercado de capitais, por intermédio das debêntures de infraestrutura, corresponde a apenas R\$ 1 bilhão em captação por parte das concessionárias.

A partir do estudo de caso das concessões aeroportuárias ocorridas no Brasil foi possível observar que os recursos utilizados pela iniciativa privada para a realização de investimentos na infraestrutura aeroportuária brasileira são, em sua maioria, dos bancos públicos. Não obstante o aumento na participação da iniciativa privada no investimento em infraestrutura, a maior parte dos recursos aportados pela iniciativa privada na infraestrutura brasileira teve como origem as linhas de crédito do BNDES e outros bancos públicos.

A maior participação do mercado financeiro no desenvolvimento da infraestrutura brasileira foi uma medida implantada na presente década e a tendência é de que esse modelo tenha uma representatividade cada vez maior na matriz financeira dos investimentos em infraestrutura no Brasil. Entretanto, as próprias condições de mercado brasileiro são muito mais hostis aos investidores privados em comparação às do Reino Unido.

Uma das maiores dificuldades para o desenvolvimento do mercado de capitais e empréstimos privados de longo prazo para o financiamento da infraestrutura é o fato de que o Brasil apresenta uma elevada taxa de juros e uma vasta oferta de títulos públicos com alta liquidez e baixo risco. Nesse contexto, os investidores acabam optando pela aquisição de títulos públicos em detrimento da alocação de capital em investimentos em infraestrutura que apresentam riscos mais elevados e prazos mais longos.

Já os bancos privados brasileiros possuem baixa participação no financiamento dos projetos de PPP devido às características dos investimentos em infraestrutura. As instituições financeiras privadas preferem direcionar seus recursos para empréstimos

com menores riscos e prazos mais curtos de pagamento, razão pela qual os altos valores envolvidos nos projetos de PPP, os riscos maiores, os prazos mais longos e a impossibilidade de cobrança de juros elevados por se tratarem de empreendimentos de longo prazo não se mostrem interessantes para a atuação dos bancos privados.

As agências multilaterais de fomento, apesar de serem uma importante fonte de recursos para o desenvolvimento econômico, não possuem participação relevante na concessão de crédito para as PPP no Brasil, restringindo sua atuação, no que se refere às PPP, no apoio técnico à estruturação de projetos para os entes públicos que almejam estabelecer contratos de PPP.

Os fundos de pensão, que em outros países desempenham um importante papel no financiamento da infraestrutura, no Brasil geralmente direcionam seus investimentos para ativos de renda fixa, fundos imobiliários e títulos da dívida pública. Apesar dos benefícios tributários dos FIP-IE, até o momento os fundos de pensão brasileiros não tem direcionado seus investimentos para essa modalidade.

A avaliação do modelo britânico de financiamento da infraestrutura, por meio do estudo de caso do Aeroporto de Heathrow, demonstra que os países desenvolvidos adotam um modelo de participação do setor privado muito mais arrojado, com destaque para a utilização do mercado financeiro como fonte primária de captação de recursos para o *funding* dos investimentos em infraestrutura.

No que se refere aos empréstimos bancários, a representatividade desse tipo de operação no modelo britânico é bastante inferior à da emissão de títulos. Porém, quando as PPP britânicas buscam recursos no sistema bancário, os recursos são obtidos junto a instituições financeiras privadas.

O sucesso do modelo britânico de financiamento da infraestrutura concentrado no setor privado decorre de um ambiente institucional extremamente estável, o qual contribui para reduzir as incertezas em relação a empreendimentos de longo prazo, característica dos investimentos em infraestrutura.

Outro aspecto que contribui significativamente para que o setor privado realize as captações de recursos por meio de títulos é a maturidade do mercado de capitais,

aliada às baixas taxas de juros do sistema financeiro britânico. Com isso, os títulos privados acabam se tornando bastante atrativos para os investidores de capital.

A partir da análise do modelo britânico, pode-se constatar que o Brasil precisa incentivar a participação da iniciativa privada no investimento em infraestrutura. A dependência de recursos públicos por meio do BNDES, especialmente nesse momento em que o banco de desenvolvimento promove uma redução significativa na disponibilização de recursos para financiar projetos, pode comprometer o desenvolvimento econômico brasileiro.

Assim, seguindo o modelo britânico, é preciso que os bancos privados passem a ocupar uma parcela desse mercado. O modelo britânico nos mostra que a captação de recursos por meio de empréstimos e financiamentos nos bancos privados é uma das possibilidades de financiamento da infraestrutura.

Contudo, para que os bancos privados possam aumentar sua participação no financiamento de projetos de infraestrutura é preciso termos um ambiente macroeconômico estável, com estímulo ao crédito bancário de longo prazo. As altas taxas de juros atualmente praticadas dificultam a plena oferta de recursos por parte das instituições financeiras privadas, ao mesmo tempo em que tornam os títulos públicos mais atrativos do que a alocação de capital por parte de investidores privados em empreendimentos de infraestrutura.

Em relação ao mercado de capitais, o modelo britânico demonstra que os empreendimentos de infraestrutura possuem atratividade para os investidores. Para tanto, é necessário que haja um ambiente de confiança nos eixos econômico, político e regulatório. Atualmente, os investidores acabam optando por financiar a dívida pública brasileira, em decorrência das altas taxas de juros e da maior insegurança dos projetos de infraestrutura diante de um contexto macroeconômico instável.

A elaboração de projetos com boas perspectivas de geração de receitas aliado a marcos regulatórios estáveis e respeito aos contratos pode aumentar o interesse de investidores, contribuindo para a ampliação da participação do mercado de capitais no financiamento da infraestrutura brasileira. Os prazos para investimento em debêntures de infraestrutura são longos, razão pela qual é necessário haver um

ambiente regulatório eficaz por parte do Estado de forma a aumentar a atratividade desses títulos pelo mercado.

Somente a partir dessa evolução o mercado privado se mostrará mais disposto a realizar os investimentos em infraestrutura por meio das PPP. Se dependermos apenas dos recursos públicos para o desenvolvimento da infraestrutura nacional, estaremos condenando o Brasil a permanecer à margem do processo de competição no mercado global, diante da baixa competitividade que o nosso país terá frente às nações desenvolvidas e em desenvolvimento.

REFERÊNCIAS

ABRÚCIO, F. L. **O impacto do modelo gerencial na Administração Pública**: um breve estudo sobre a experiência internacional recente. Brasília: ENAP, v. 10, 1997.

AGÊNCIA NACIONAL DE AVIAÇÃO CIVIL. **Agência Nacional de Aviação Civil**. Disponível em: <<http://www.anac.gov.br/assuntos/paginas-tematicas/concessoes>>. Acesso em: 20 Janeiro 2019.

ARAGÃO, A. S. D. As parcerias público-privadas - PPP's no Direito Positivo brasileiro. **Revista Eletrônica de Direito Administrativo Econômico**, Salvador, n. 2, maio-junho-julho 2005.

ASHFORD, N. J. et al. **Operações aeroportuárias**. 3ª. ed. Porto Alegre: Bookman Editora, 2015.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS; B3 BOLSA BRASIL BALCÃO. **Mercado de capitais: caminho para o desenvolvimento**. ANBIMA. São Paulo. 2018.

BANCO INTERAMERICANO DE DESENVOLVIMENTO. **Infraestructura sostenible para la competitividad y el crecimiento inclusivo**: estrategia de infraestructura del BID. Washington, DC: BID, 2014.

BONOMI, C. A.; MALVESSI, O. **Project finance no Brasil**: fundamentos e estudos de caso. São Paulo: Atlas, 2004.

BORGES, L. F. X.; FARIA, V. C. Project finance: considerações sobre a aplicação em infraestrutura no Brasil. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 9, n. 18, p. 241-280, Dezembro 2002.

BRESSER PEREIRA, L. C. O caráter cíclico da intervenção estatal. **Revista de economia política**, v. 9, n. 3, p. 115-130, julho-setembro 1989.

BRESSER PEREIRA, L. C. *Gestão do setor público: estratégia e estrutura para um novo Estado*. In: BRESSER PEREIRA, L. C.; SPINK, P. K. **Reforma do Estado e administração pública gerencial**. 2. ed. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 2006.

CAMPOS NETO, C. A. D. S. **Aeroportos no Brasil: investimentos recentes, perspectivas e preocupações**, 2012. Disponível em: <<http://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/5765>>. Acesso em: 30 Janeiro 2019.

CAMPOS NETO, C. A. D. S. **Aeroportos no Brasil: investimentos e concessões**, 2012. Disponível em: <<http://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/6816>>. Acesso em: 19 Fevereiro 2019.

CAMPOS NETO, C. A. D. S. **Reflexões sobre investimentos em infraestrutura de transportes no Brasil**, 2016. Disponível em: <<http://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/7317>>. Acesso em: 19 Janeiro 2019.

CARVALHO FILHO, J. D. S. **Manual de direito administrativo**. 15^a. ed. Rio de Janeiro: Lúmen Juris, 2006.

CASTELAR, A. **A produtividade do investimento em infraestrutura**. Rio de Janeiro: UFRJ, 2016.

CONFEDERAÇÃO NACIONAL DA INDÚSTRIA. **Experiência internacional das parcerias público-privadas: o exemplo inglês**, 2012. Disponível em: <<http://www.portaldaindustria.com.br/publicacoes/2012/9/experiencia-internacional-das-parcerias-publico-privadas-o-exemplo-ingles/>>. Acesso em: 18 Janeiro 2019.

CONFEDERAÇÃO NACIONAL DA INDÚSTRIA. **O financiamento do investimento em infraestrutura no Brasil: uma agenda para sua expansão sustentada**. Brasília: CNI, 2016.

COSTA, C. E. L.; GONZÁLEZ, M. J. F.; ALMEIDA, N. F. D. A lógica de funcionamento dos bancos multilaterais de desenvolvimento e o seu relacionamento com o Brasil no período 1990-2012. **Boletim de Economia e Política Internacional**, n. 16, p. 57-74, Janeiro-Abril 2014.

COUTINHO, D. R. Parcerias público-privadas: relatos de algumas experiências internacionais. In: SUNDFELD, C. A. **Parcerias Público-Privadas**. São Paulo: Malheiros, 2005.

CRUZ, C. O.; CRUZ, N. F. D. A Framework for Private Sector Involvement in Public Infrastructure Projects. In: WEGRICH, K.; KOSTKA, G.; HAMMERSCHMID, G. **The Governance of Infrastructure**. Oxford: Oxford Scholarship Online, 2017.

DI PIETRO, M. S. Z. **Parcerias na Administração Pública**: concessão, permissão, franquia, terceirização, parcerias público-privada e outras formas. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2015.

ENEI, J. V. L. **Project finance. Financiamento com foco em empreendimentos (parcerias público-privadas, leveraged, buy-outs e outras figuras afins)**. São Paulo: Saraiva, 2007.

ESTACHE, A.; SEREBRISKY, T. **Where do we stand on transport infrastructure deregulation and public-private partnership?** Washington: World Bank research, 2004.

FARRELL, L. M. **Principal-agency risk in project finance**. International Journal of Project Management. 21:547-561. 2003.

FERRAZ, J. C.; ALÉM, A. C.; MADEIRA, R. F. A contribuição dos bancos de desenvolvimento para o financiamento de longo prazo. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 40, Dezembro 2013.

FERREIRA, F. M. R.; MEIRELLES, B. B. **Ensaio sobre economia financeira**. Rio de Janeiro: BNDES, 2009.

FIANI, R. O problema dos custos de transação em parcerias público-privadas em infraestrutura. **Texto para discussão / Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA)**, Rio de Janeiro, v. 2261, Dezembro 2016.

FIANI, R. Arranjos institucionais e custos de transação em parcerias público-privadas. In: GOMIDE, A. D. Á., et al. **Governança da política de infraestrutura: condicionantes institucionais ao desenvolvimento**. Rio de Janeiro: Ipea, 2018.

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

FORTUNA, E. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2005.

FRISCHTAK, C. O investimento em infra-estrutura no Brasil: histórico recente e perspectivas. **Pesquisa e planejamento econômico**, v. 38, p. 307-348, Agosto 2008.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. **Public-private partnership**. Prepared by the Fiscal Affairs Department. 2004.

FURTADO, L. R. **Curso de direito administrativo**. Belo Horizonte: Fórum, 2007.

GOMIDE, A. D. Á. et al. Condicionantes institucionais à execução do investimento em infraestrutura: achados e recomendações. In: GOMIDE, A. D. Á.; PEREIRA, A. K. **Governança da política de infraestrutura: condicionantes institucionais ao desenvolvimento**. Rio de Janeiro: Ipea, 2018. Cap. 16.

GOMIDE, A. D. Á.; PEREIRA, A. K. Os desafios da governança da política de infraestrutura no Brasil: aspectos políticos e administrativos da execução do investimento em projetos de grande vulto. In: GOMIDE, A. D. Á.; PEREIRA, A. K. **Governança da política de infraestrutura: condicionantes institucionais ao investimento**. Rio de Janeiro: Ipea, 2018. Cap. 1.

GREENWALD, B.; STIGLITZ, J. Externalities in economies with imperfect information and incomplete markets. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 101, p. 229-264, Maio 1986.

HERMANN, J. **O papel dos bancos públicos**. Brasília: CEPAL-IPEA, 2010.

JUSTEN FILHO, M. **Curso de direito administrativo**. São Paulo: Saraiva, 2005.

JUSTEN FILHO, M. **Teoria geral das concessões de serviço público**. São Paulo: Dialética, 2009.

LOCKE, J. **Segundo tratado sobre o governo**. São Paulo: Martin Claret, 2005.

MARTINS, H. F. Uma análise dos paradigmas de Administração Pública à luz do contexto do Estado Social. **Revista Parcerias Estratégicas, Ministério da Ciência e Tecnologia**, Brasília, v. 1, maio 1996.

MCKINSEY & COMPANY. **Estudo do setor de transporte aéreo do Brasil**: relatório consolidado, Rio de Janeiro, 2010. Disponível em: <<https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/7666>>. Acesso em: 15 Fevereiro 2019.

MEIRELLES, H. L. **Direito administrativo brasileiro**. Rio de Janeiro: Malheiros, 2010.

MELLO, C. A. B. D. **Curso de Direito Administrativo**. São Paulo: Malheiros, 2016.

NIEBUHR, P. D. M. **Parcerias Público-Privadas**: perspectiva constitucional brasileira. Belo Horizonte: Fórum, 2008.

NONNENBERG, M. J. B.; CARNEIRO, F. L. Evolução das exportações brasileiras: preços e competitividade. In: SOUZA, A. D. M. E.; MIRANDA, P. **Brasil em desenvolvimento 2015**: Estado, planejamento e políticas públicas. Brasília: Ipea, 2015. Cap. 2, p. 43-63.

ORAIR, R. O. Investimento público no Brasil: trajetória e relações com o regime fiscal. **Texto para discussão / Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA)**, Brasília, v. 2215, Abril 2016.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. **Relatórios econômicos OCDE: Brasil 2018**. Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico. Paris. 2018.

PINHEIRO, A. C. Modelos de estruturação de projetos de infraestrutura: uma perspectiva internacional. In: PINHEIRO, A. C.; AL., E. **Estruturação de projetos de**

PPP e concessão no Brasil: diagnóstico do modelo brasileiro e propostas de aperfeiçoamento. São Paulo: International Finance Corporation, 2015. Cap. 3, p. 57-107.

POMPERMAYER, F. M.; SILVA FILHO, E. B. D. Concessões no setor de infraestrutura: propostas para um novo modelo de financiamento e compartilhamento de riscos. **Texto para discussão / Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA)**, Rio de Janeiro, v. 2177, 2016.

RODRIGUEZ, D. J.; VAN DEN BERG, C.; MCMAHON, A. **Investing in Water Infrastructure. Capital, Operations and Maintenance. Water Papers.** Washington, DC: The World Bank, 2012.

SEABRA, I. **O financiamento das parcerias público-privadas no Brasil**, Brasília, 2012. Disponível em: <<http://repositorio.uniceub.br/handle/235/5765>>. Acesso em: 06 Janeiro 2019.

SKELCHER, C. Public-private partnerships and hybridity. In: FERLIE, E.; LYN, L.; POLLITT, C. **The Oxford Handbook of Public Management**. Oxford: Oxford University, 2005. p. 347-370.

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

TRIBUNAL DE CONTAS EUROPEU. **Infraestruturas aeroportuárias financiadas pela União Europeia: falta de otimização dos recursos**. Tribunal de Contas Europeu. Luxemburgo. 2014.

TUROLLA, F. A.; ANKER, T.; DE FARIA, R. M. **Infrastructure services in Brazil: the role of public-private partnership (PPP) in the water & sewage sector**, 2004. Disponível em: <<http://goo.gl/HqWshM>>. Acesso em: 16 Janeiro 2019.

VALENTE, P. **Financiamento de longo prazo:** um roteiro prático para o BNDES, IFC, FINEP e outras instituições. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012.

VAZQUEZ, M.; HALLACK, M.; QUEIROZ, R. Financiamento de longo prazo no setor de infraestrutura. In: GOMIDE, A. D. Á.; PEREIRA, A. K. **Governança da política de**

infraestrutura: condicionantes institucionais ao investimento. Rio de Janeiro: Ipea, 2018. Cap. 6.

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

WAJNBERG, D.; CAPISTRANO, E. Debêntures de projetos de infraestrutura: uma comparação entre as experiências brasileira e internacional. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 46, p. 103-161, Dezembro 2016.

YOSIMOTO, V. E. A. A lógica atual do setor aeroportuário brasileiro. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 45, p. 243-292, Junho 2016.

GLOSSÁRIO

Brownfield – termo aplicado quando o produto do projeto é realizado para se somar a algo já existente, em situações em que já existem instalações e facilidades às quais o produto do projeto será incorporado. Geralmente refere-se a expansão de empreendimentos.

Funding – refere-se à obtenção de recursos para a execução de um projeto.

Greenfield - termo aplicado quando o produto do projeto é realizado a partir do zero, em situações em que não se conta com instalações e facilidades pré-existentes que possam ser incorporadas ao produto do projeto. Geralmente refere-se a novos empreendimentos.

Hedge cambial – operação no mercado financeiro que tem por objetivo minimizar os riscos decorrentes da variação cambial.

Hub – na infraestrutura aeroportuária, é compreendido como os aeroportos que se destacam como os principais centros de operações de voos comerciais, conectando os demais aeroportos nacionais e internacionais.

Investment grade – traduzido como grau de investimento, trata-se de uma classificação utilizada para orientar os investidores de acordo com o nível de risco de um determinado país ou empresa. Um país ou empresa possui grau de investimento quando o seu *rating* está concentrado nas melhores faixas.

Joint venture – forma de associação empresarial por meio do qual entidades distintas cooperam entre si para alcançar um objetivo comum, sem que haja alteração da personalidade jurídica dos envolvidos.

Know-how – no ramo empresarial, refere-se ao conhecimento e experiência para a execução de um projeto.

Private Finance Initiative (PFI) – programa do governo britânico lançado em 1992 para maximizar a realização de obras e gestão dos serviços públicos por meio de financiamento privado.

Project finance - modalidade de estruturação financeira de projetos, utilizada para o desenvolvimento de grandes investimentos de infraestrutura, no qual o fluxo de caixa gerado pelo projeto é a principal fonte de pagamento do serviço e da amortização do capital de terceiros.

Rating – é a nota que as agências internacionais de classificação de risco atribuem a uma empresa ou país de acordo com a sua capacidade de saldar uma dívida, de forma a orientar os investidores em relação ao grau de risco dos títulos que pretendem adquirir.

Share – participação, quota ou fatia de uma empresa ou de um mercado.

Spread – termo utilizado no mercado financeiro que se refere à diferença entre a taxa de juros de captação dos recursos pelas instituições financeiras e a taxa de juros cobrada pelos bancos dos tomadores de empréstimos.

Standby letter of credit – carta de comprometimento de crédito.

Value for Money – conceito de análise da vantajosidade de um projeto de PFI em relação à forma convencional de aquisição de serviços pelo setor público, os quais devem ser inferiores no PFI em comparação ao custo que seria incorrido utilizando-se o modelo tradicional.

Welfare State – Estado de Bem-Estar Social ou Estado Social