

Financiamento das Parcerias Público-Privadas: experiências e lições nos primeiros dez anos de vigência da Lei nº 11.079/2004¹

José Virgílio Lopes Enei

Mestre em Direito Comercial pela USP. Mestre em Direito (LL.M) pela Universidade da Virgínia. Sócio do Machado, Meyer, Sendacz e Opice Advogados.

Sumário: 1 Introdução – 2 O risco do financiamento nas PPPs – 3 O financiamento do capital próprio nas PPPs – 4 Financiamento sob a forma de dívida e o *project finance* – 5 Conclusões

1 Introdução

As Parcerias Público-Privadas em sentido estrito (PPPs),² introduzidas no Brasil pela Lei Federal nº 11.079, de 30 de dezembro de 2004, tiveram um início bastante tímido no país e foram quase desacreditadas.

Aproximando-nos do encerramento da primeira década das PPPs, o cenário é bem diferente: aproximadamente 50 PPPs já foram licitadas e contratadas por diferentes Estados e Municípios, nos mais diversos setores. Além disso, estudos de mercado apontam o lançamento de procedimentos de manifestação de interesse (PMIs) para solicitar estudos à iniciativa privada em cerca de 70 projetos potencialmente aptos à implantação em regime de PPPs, apenas no período entre 2007 e julho de 2012.³ Só em 2013, é razoável estimar um número muito superior a 40 PMIs lançados em todo o Brasil.

Com efeito, PPPs já foram estruturadas com sucesso para viabilizar projetos nos mais variados setores, como rodovias, metrô, monotrilhos, projetos públicos de irrigação, hospitais, postos de saúde, moradias populares, centro de dados (*data center*), presídios, atendimento aos cidadãos, estádios de futebol, revitalização urbana, gestão de resíduos sólidos, aterramento sanitário etc.

Mas não há razão apenas para otimismo. Embora as PPPs estejam em franca expansão nos Estados e Municípios brasileiros, nos mais variados setores estruturantes, a União Federal, ente justamente com maior demanda por projetos de infraestrutura de

grande magnitude, ainda contabiliza uma única PPP contratada até janeiro de 2014, e mesmo assim porque desenvolvida com maior flexibilidade pela Administração indireta, através da Caixa Econômica Federal e do Banco do Brasil (Projeto *Data center* em Brasília).

Demais disso, é fato que mesmo os Estados e Municípios não têm conseguido dar vazão às PPPs para atender a toda a sua demanda por projetos de grande interesse social. Basta pensar nos enormes desafios em mobilidade urbana enfrentados por Municípios e Estados, dada a crescente demanda da sociedade por transporte coletivo de qualidade e baixo custo (como bem ressaltada nas manifestações sociais que eclodiram ao longo de 2013), afora as necessidades emergenciais impostas pelos grandes eventos esportivos: Copa do Mundo de 2014 e as Olimpíadas no Rio de Janeiro.

Dentre os diversos desafios que se apresentam à viabilização bem-sucedida de uma PPP, desde a sua concepção, licitação, obras a cargo do adjudicatário e efetiva entrega dos serviços e utilidades contratados, o presente artigo enfocará o tema do financiamento.

2 O risco do financiamento nas PPPs

O desafio do financiamento não é trivial. Seja no setor público ou privado, nada se pode fazer sem recursos, muito menos em projetos estruturantes de grande magnitude, que invariavelmente demandam capital intensivo e longos prazos de amortização, como são usualmente os projetos para os quais o regime da PPP foi pensado.

Nas obras públicas regidas pela Lei nº 8.666/1993, a responsabilidade pelo financiamento compete ao Poder Público. O privado executa a obra e faz jus ao recebimento do preço à medida do seu avanço. Se há algum adiantamento de recursos pelo privado, isso se dá por curtíssimo prazo. Se faltam recursos ao pagamento das prestações exigíveis, o privado pode paralisar a obra. Aliás, a contratação da obra pressupõe, antes de tudo, a existência de dotação orçamentária suficiente para o pagamento do seu custo pela Administração (art. 55, V, da Lei nº 8.666/1993).

¹ Artigo originalmente publicado em: DAL POZZO, Augusto Neves; VALIM, Rafael; AURÉLIO, Bruno; FREIRE, André Luiz (Coord.). *Parcerias Público-Privadas: teoria geral e aplicação nos setores de infraestrutura*. Belo Horizonte: Fórum, 2014. p. 111-125.

² Este artigo enfoca precipuamente, portanto, as Parcerias Público-Privadas disciplinadas pela Lei nº 11.079/2004, não pretendendo se estender às concessões comuns, regidas pela Lei nº 8.987/1995, nem a outras formas legalmente admitidas de colaboração (parceria em sentido amplo) entre o Poder Público e a iniciativa privada.

³ Cf. PEREIRA, Bruno Ramos; VILELLA, Mariana; SALGADO, Valério. *Procedimento de manifestação de interesse nos Estados: relatório sobre projetos de PPP em fase de estruturação via PMI*. Observatório das Parcerias Público-Privadas, 2012.

Por sua vez, na concessão comum (concessão de serviços públicos regida pela Lei nº 8.987/1995), compete à concessionária, e não ao Poder Concedente, “captar, aplicar e gerir os recursos financeiros necessários à prestação do serviço” (art. 31, VIII). Ou seja, o risco do financiamento é todo do concessionário privado, e para isso a Lei nº 8.987 autoriza-o a oferecer os direitos emergentes da concessão em garantia (art. 28), inclusive por meio de cessão fiduciária das receitas dos serviços concedidos (art. 28-A). No extremo, admite-se, como instrumento adicional de conforto aos financiadores, que a concessionária ofereça a estes o direito, antecipadamente regulado pelas partes, de assumir o seu controle em caso de inadimplemento ou ameaça à concessão, direito esse conhecido no jargão do setor como *step-in* (art. 27, §2º) e previsto expressamente em nosso Direito Positivo, pela primeira vez, na Lei de PPPs em 2004.

Já nas PPPs, o cenário é intermediário. O risco do financiamento compete primordialmente ao Parceiro Privado, mas não de forma exclusiva, sendo mitigado ou compartilhado em maior ou menor grau com o Poder Público. Aliás, compartilhamento é um dos motes das PPPs. A Lei nº 11.079 é bastante flexível em matéria de riscos, admitindo que estes sejam alocados objetivamente entre as partes, conforme justifiquem as circunstâncias do caso concreto (art. 4º, VI).

É bem verdade que, tanto quanto nas concessões comuns, é o parceiro privado quem assume responsabilidade pelas obras e investimentos iniciais que usualmente são requeridos para que os serviços contratados possam ser prestados adequadamente. E é ele, portanto, que tem a responsabilidade primária de custear tais obras e investimentos até que as receitas da exploração do serviço sustentem por si só o projeto, podendo fazê-lo seja com capital próprio ou usualmente recorrendo na máxima medida possível a capital de terceiros (dívida), de modo a baratear o custo médio do seu capital, tornando o projeto mais econômico e competitivo.⁴

⁴ É princípio incontroverso em finanças, o de que o capital próprio (*equity*) é mais caro e custoso que o capital de terceiros (dívida). Isso porque o acionista racional, assumindo mais risco que um financiador, buscará um retorno para o capital investido proporcionalmente maior que aquele assegurado prioritariamente ao financiador (juros e demais comissões). E como um custo de capital mais barato pode ser fator preponderante ao sucesso da proposta apresentada pelo investidor na licitação para contratação da PPP almejada, a realidade mostra que os investidores trabalham com estruturas de capital alavancadas no limite legal ou aceito pelos financiadores, com relação entre dívida e capital tão altas quanto 80:20 ou 70:30. Reconhecendo isso, a própria Lei de PPPs buscou regulamentar limites de alavancagem no tocante a financiamentos concedidos por instituições oficiais, ou controladas pelo Poder Público, a exemplo do BNDES, BNB, Banco do Brasil ou Caixa Econômica Federal. O art. 27 limita o endividamento do concessionário decorrente de tais instituições públicas a 70% de suas necessidades de recursos (alavancagem de 70:30), ou 80%

E tanto quanto na concessão comum, o parceiro privado, para captar seus financiamentos, pode oferecer em garantia real aos financiadores os direitos emergentes da concessão, a cessão fiduciária de suas receitas e até mesmo os já referidos *step-in rights*.

Contudo, é correto afirmar que, nas PPPs, ao contrário da concessão comum, o Poder Público compartilha em certa medida o risco do financiamento, tornando-o menos oneroso ao parceiro privado.

Em primeiro lugar, porque é da lógica da PPP que o Poder Público assegure maior previsibilidade de receitas ao parceiro privado por meio da contraprestação pública, que pode representar, nas concessões administrativas, a integralidade da remuneração do concessionário ou, nas concessões patrocinadas, um complemento sobre as suas receitas tarifárias (representando até 70% da remuneração total deste, salvo se percentual maior for autorizado em lei).

Ora, a previsibilidade das receitas do concessionário é fator que contribui diretamente para a financiabilidade do projeto, eis que oferece maior segurança aos bancos de que seu crédito será satisfeito e amortizado no prazo pactuado, sobretudo à medida que tais receitas sejam oferecidas em garantia real ao financiador, já havendo autorização legal para, no caso da contraprestação pública, ser paga diretamente a este (art. 5º, §2º, II e III), no limite do seu crédito, sem que os recursos tenham sequer que transitar pelas contas do concessionário (ou quando menos, transitando por contas vinculadas sobre as quais este não tenha ingerência).⁵

Não bastasse isso, a partir do advento da Lei nº 12.766, de 27.12.2012, resultado da conversão em lei da Medida Provisória nº 575 do mesmo ano, a Lei de PPPs passou a admitir que o Poder Público compartilhe os custos da obra e investimentos iniciais em bens reversíveis a cargo do parceiro privado, por meio da figura do aporte de recursos, antes mesmo que o concessionário inicie a prestação dos seus serviços. É fácil perceber que tal aporte de

em projetos situados em certas regiões com baixo índice de desenvolvimento humano (IDH). A combinação de financiamento e capital prestado por instituições financeiras controladas pelo Poder Público, e outras instituições públicas ou fundos de pensão, também foi limitada, pelo art. 27, §1º, a 80% das necessidades de recursos do projeto (ou 90% naquelas regiões de baixo IDH).

⁵ Convém lembrar que os financiadores têm muito mais aversão ao risco que os acionistas, provedores de capital próprio (*equity*), e, portanto, apreciam muito mais a previsibilidade do que estes. Isto porque o acionista pode ter disposição para assumir mais risco, em contrapartida a lucros potencialmente maiores. Contudo, ao contrário do acionista que pode capturar eventuais ganhos extraordinários, o financiador como regra está limitado na sua remuneração (equivalente à taxa de juros pactuada), não sendo compensado pelo maior risco. De outro lado, tanto quanto o acionista, pode sofrer perdas, caso a sociedade tomadora não produza receitas suficientes para o pagamento integral da dívida.

recursos, sendo apto a custear no todo ou em parte as obras e bens vinculados à concessão, reduz, analogamente a uma obra pública, a necessidade de financiamento por parte do concessionário.

Quando menos, considerando que pode haver um interstício de algumas semanas ou meses entre o gasto despendido em obra ou bem reversível pelo concessionário e o recebimento efetivo do respectivo aporte de recursos, o concessionário pode ainda necessitar de financiamentos de curto prazo ou capital de giro para enfrentar esses ciclos financeiros, financiamento estes, entretanto, muito mais simples e menos onerosos que os típicos *project finance* de longo prazo, até porque podem ter como garantia real e fonte de pagamento o próprio aporte de recursos.

Por outro lado, antes da alteração legal promovida pela Medida Provisória nº 575/2012, ao Poder Público era lícito contribuir financeiramente ao concessionário somente por meio da contraprestação pública, e apenas após a “disponibilização do serviço objeto do contrato de parceria público-privada”. Ou seja, a contraprestação pública poderia facilitar a obtenção do financiamento, ao dar previsibilidade às receitas do concessionário, e, assim, reforçar o pacote de garantias ao credor, mas não era capaz de reduzir a sua necessidade, já que o concessionário era obrigado a adiantar recursos necessários à realização das obras e investimentos iniciais, antes que pudesse recuperá-los com suas receitas tarifárias e contraprestação pública.

Essa alocação de riscos ao parceiro privado foi atenuada legalmente apenas com o aporte de recursos.

Cabe registrar, entretanto, que, mesmo antes da previsão legal expressa do aporte de recursos na Lei de PPPs, a prática em PPPs no Brasil já encontrava meios de mitigar o risco de financiamento pelo parceiro privado, através de instrumentos previstos em outros diplomas legais ou tão somente nos instrumentos contratuais.

Esse foi o caso do modelo de “reembolso da obra”, espécie de contraprestação pública paga ao final da obra, ou de etapas previamente definidas, que, embora passível de controvérsia à luz do art. 7º da Lei de PPPs, foi adotado com sucesso em PPPs como a do *data center* de Brasília, inclusive com a aprovação expressa de tal modelagem pelo Tribunal de Contas da União.

A subvenção para investimento, retirada da legislação tributária, foi outra figura empregada para assegurar uma amortização mais acelerada dos investimentos em obras e equipamentos para a PPP, nesse caso com tratamento fiscal mais favorável que o próprio reembolso da obra.

Por fim, alguns projetos adotaram ainda a roupagem de concessão comum, porém com subsídio expresso fundamentado no art. 17 da Lei de Concessões, resultando numa estrutura economicamente equivalente a de uma PPP.

Com a introdução expressa do aporte de recursos na Lei de PPPs, esses outros modelos de reembolso, subvenção ou subsídio perderam relevância, até porque, embora bastante defensáveis no silêncio da versão original da Lei de PPPs, já não se sustentavam diante de um tratamento legal expresso introduzido para disciplinar precisamente os mesmos propósitos que visavam atender.

De todo modo, há de se registrar que, diante de um histórico de calotes públicos ainda recente no Brasil, o compromisso assumido pelo Poder Público de pagar a contraprestação pública ou efetuar o aporte de recursos em favor do parceiro privado só se mostra apto a facilitar o financiamento ou reduzir a sua necessidade na medida em que existam garantias sólidas do seu adimplemento, a tempo e modo contratualmente estipulados.

Daí que as garantias oferecidas pelo Poder Público ao parceiro privado têm repercussão direta na financiabilidade das PPPs.

Embora essas garantias sejam prestadas ao parceiro privado, na relação deste com o Poder Concedente, os direitos conferidos ao parceiro privado são invariavelmente oferecidos pelo parceiro privado aos seus financiadores, compondo o pacote de garantias do financiamento. Ou seja, as garantias prestadas pelo Poder Público também aproveitam indiretamente ao financiador. A Lei de PPPs chega a admitir que os financiadores recebam diretamente “pagamentos efetuados pelos fundos e empresas estatais garantidores de parcerias público-privadas” (art. 5º, §2º, III), naturalmente se assim pactuado com o concessionário devedor.

Por essa razão, o exame da solidez financeira e legalidade de fundos e estatais garantidores, vinculação de receitas (como *royalties*, receitas provenientes do Fundo de Participação dos Estados – FPE ou do Fundo de Participação dos Municípios – FPM etc.), cessão de créditos tributários parcelados ou em dívida ativa, contas vinculadas e outros instrumentos de garantia das obrigações assumidas pelo Poder Concedente, em favor do concessionário, e por este repassados ao seu financiador, é pressuposto básico de qualquer processo de concessão de financiamento.

A esse respeito, alguns financiadores vêm suscitando o receio de que o art. 7º da Resolução nº 2.827 do Conselho Monetário Nacional, que impõe às instituições financeiras e entidades a ela equiparadas limites e normas de contingenciamento de crédito ao setor público, pudesse constituir

óbice a que o concessionário ofereça o benefício de sua garantia, prestada pelo Poder Público, ao financiador, no âmbito do pacote de garantias do financiamento. Tal artigo proíbe qualquer operação que importe em transferência da responsabilidade direta ou indireta pelo pagamento da dívida ao setor público.

Embora fosse desejável um esclarecimento expresso na Lei de PPPs acerca da inaplicabilidade de tal dispositivo, quer nos parecer que, independentemente de tal esclarecimento, o art. 7º da Resolução CMN nº 2.827 não pode ser interpretado com uma amplitude desarrazoada, por exemplo, para pretender capturar toda e qualquer operação que contemple, numa outra etapa da cadeia econômica, algum pagamento ou prestação a cargo do Poder Público. Devesse esse art. 7º ser interpretado com essa amplitude absoluta, seria vedado às instituições financeiras conceder crédito a qualquer servidor público, já que em última instância a sua renda — fonte de pagamento de suas obrigações e despesas de subsistência — deriva dos cofres públicos. Seriam igualmente vedadas as aquisições de precatórios pelas instituições financeiras, pois também aí se verifica uma prestação a cargo do Poder Público em favor do titular de tais direitos. Como um e outro exemplo constituem operações corriqueiramente praticadas por instituições financeiras, há de se reconhecer o descabimento de uma interpretação excessivamente extensiva do normativo.

O próprio fato de que a Lei de PPPs admite que fundos garantidores e empresas estatais honrem suas garantias, prestadas ao concessionário, mediante pagamento direto aos respectivos financiadores, é sinal de que tal mecânica não pode ser interpretada como violadora do disposto no art. 7º da Resolução nº 2.827, sob pena de se conceber que uma lei foi promulgada para disciplinar algo desde logo inviável, o que seria atentatório ao princípio básico de que as normas de um sistema legal devem ser interpretadas de forma conciliadora.

De fato, não nos parece admissível tal interpretação. Deve-se distinguir claramente a relação jurídica estabelecida entre o Poder Público e o concessionário, na qual o Poder Público assume obrigações de pagamento e presta garantias em favor do parceiro privado, da relação jurídica — de financiamento — estabelecida entre o concessionário e seu financiador, na qual quem assume obrigação de pagamento e presta garantias é tão somente o concessionário privado, ainda que algumas dessas garantias correspondam à posição contratual do concessionário, ou benefício a ele assegurado, em outra relação jurídica, no âmbito das garantias prestadas pelo Poder Público.

3 O financiamento do capital próprio nas PPPs

No tópico anterior, analisamos o tratamento legal do financiamento e do risco a ele associado à luz da Lei de PPPs e de outros regimes alternativos de contratação, como a concessão comum e a obra pública. Neste e nos próximos tópicos, abordaremos como os diversos projetos de PPPs contratados até o momento vêm enfrentando, na prática, o desafio do financiamento.

Inicialmente, devemos lembrar que as necessidades de recursos de um projeto de PPP (ou seja, as suas necessidades de “financiamento” em sentido amplo)⁶ podem ser satisfeitas por capital próprio (*equity*) em combinação com capital de terceiros (dívida), embora o empresário privado busque, de modo geral, em prol de melhores retornos ao acionista, alavancar esta última fonte (dívida) tanto quanto possível.

A joint venture

Em matéria de capital próprio, é comum que determinado empreendedor, interessado em investir numa PPP, busque reduzir a necessidade de seu *equity*, estabelecendo uma parceria (*joint venture*) com outro investidor e compartilhando com ele os aportes de capital.

Em geral, quando esta parceria é estabelecida desde o início do projeto, isto é, antes mesmo do sucesso no processo licitatório, é comum que os então consorciados, potenciais sócios de uma sociedade de propósito específico (SPE) que, em caso de êxito na licitação, venha a ser criada para celebrar o contrato de PPP, realizem seus investimentos em condições isonômicas e equitativas, proporcionalmente à participação de cada qual no consórcio ou na futura SPE.

Em outras situações, é possível que um determinado empreendedor, ou consórcio de empresas, tenha êxito na licitação, e decida trazer posteriormente um novo parceiro (nos limites admitidos no Edital ou contrato de PPP), que com eles possa compartilhar o capital necessário ao projeto. Nesse caso, não é incomum que o investimento assumido pelo novo

⁶ “[...] o termo financiamento tem várias acepções, seja do ponto de vista econômico, jurídico, ou da linguagem comum. Numa acepção mais ampla, transmite a ideia de gestão de recursos em dinheiro pelo Estado, pessoa jurídica, ou particular. Numa acepção intermediária, significa a obtenção de recursos necessários ao sustento ou custeio de um certo objetivo. Numa outra acepção, um pouco menos ampla, carrega a ideia de entrega de recursos financeiros de uma parte a outra, sem preocupação com a natureza ou fundamento jurídico dessa entrega. Por fim, numa acepção mais específica, o termo é empregado como sinônimo de mútuo, empréstimo”, conforme José Virgílio Enei (*Project Finance: financiamento com foco em empreendimentos (parcerias público-privadas, leveraged buy-outs e outras figuras afins)*. São Paulo: Saraiva, 2007, p. 8, 9).

parceiro contemple um ágio (ou prêmio), ou seja, um valor por ação superior àquele praticado pelos sócios fundadores, haja vista que o novo investimento já pode ser feito num cenário de menor risco, em que a oportunidade de negócio se apresenta mais promissora do que aquela vislumbrada quando do investimento original dos sócios fundadores.

Interessante observar que tais *joint ventures* podem e usualmente são estabelecidas tanto entre empresas que atuam no mesmo ramo em que a oportunidade de negócio se apresenta (por exemplo, Odebrecht e CCR formando parceria para disputar e operar uma PPP no setor rodoviário), quanto por sócios que apresentem competências complementares, como um sócio internacional e outro local, ou um sócio com experiência no setor e outro meramente capitalista.

Quanto a essa última categoria (sócio capitalista), vêm ganhando importância no cenário nacional os chamados *private equities*, que são investidores especializados em gestão financeira e que, como regra geral, têm a estratégia de investir em empresas em seus estágios iniciais de desenvolvimento (tal como uma SPE recém-constituída para desenvolver uma PPP), e portanto com alto potencial de crescimento e valorização, porém fazendo-o, ao contrário de investidores mais tradicionais, já com uma programação de venda de suas participações (em operação privada ou por meio de oferta pública no mercado de capitais) em um período previamente definido em sua política de investimentos, usualmente entre cinco e dez anos da realização do investimento.⁷

Corporate finance e empréstimo mezanino

O próprio *equity* pode ser financiado por meio de empréstimo ao acionista (*corporate finance*), ou a uma sociedade intermediária (*holding*) criada para esse fim específico, sendo essa última operação também conhecida por empréstimo mezanino.

Com efeito, o investimento mezanino — produto financeiro usualmente oferecido pelos investidores de *private equity* acima referidos — pode ser estruturado de várias formas. Na mais usual, o financiamento (dívida) é concedido não à SPE operacional que, figurando como a titular da concessão, empregará os recursos na atividade concedida, mas a uma SPE *holding* que receberá os recursos com o objetivo exclusivo de aportá-los na referida SPE concessionária. Considerando que o pagamento do

financiamento concedido à *holding* dependerá essencialmente do fluxo de dividendos recebidos da empresa operacional, e levando em conta que tais dividendos serão gerados e pagos somente na medida do sucesso da referida empresa operacional e após o pagamento de seus financiadores diretos, verifica-se que essa estrutura de mezanino apresenta a forma de um empréstimo (dívida), mas os riscos residuais de um acionista (*equity*). Por essa razão, a remuneração pactuada em uma operação de mezanino é bastante superior aos juros usuais de um empréstimo, aproximando-se da expectativa de retorno de um acionista provedor de capital próprio.

Tal estrutura permite que determinado empreendedor financie a parcela de capital que lhe é exigida na empresa do projeto (a SPE concessionária), reduzindo sobremaneira a necessidade de recursos próprios, na medida em que tal operação não exclui ou prejudica o financiamento (dívida) a ser tomado pela própria SPE concessionária.

Outra forma de estruturação do mezanino baseia-se na concessão de empréstimo subordinado à própria empresa operacional (SPE concessionária), estabelecendo-se uma prioridade em favor dos financiadores principais.

O IPO

Na teoria, poder-se-ia conceber a captação de recursos (*equity*) para a SPE concessionária por meio de ofertas públicas de capital (por meio do chamado IPO — *initial public offering*).

Contudo, a verdade é que o mercado de capitais brasileiro, sobretudo em matéria de ações (*equity*), ainda tem pouquíssima aptidão para o risco de um projeto *greenfield*, como é o caso de uma sociedade concessionária titular de uma PPP que ainda deverá enfrentar o risco de obras e construções para iniciar suas atividades operacionais e, dessa forma, produzir receitas. Mesmo para sociedades titulares de PPPs ou concessões comuns que já tenham vencido o risco de construção e iniciado suas atividades, a emissão direta de ações no mercado não costuma ser viável, em razão de os investidores buscarem maior diversificação e massa crítica de projetos.

É por isso que não há ainda registro no Brasil de uma SPE, titular de uma única concessão de PPP, ter logrado captar recursos no mercado de capitais através de um IPO.

Por outro lado, o IPO pode ser uma boa alternativa para sociedades *holdings* que detenham participação em um número relevante de SPEs titulares de concessões comuns ou PPPs, a exemplo de empresas como a CCR, EcoRodovias e outras.

⁷ Para um aprofundamento do tema, *vide*, do próprio autor: O capital de risco e a indústria de *private equity*: a nova lógica do investimento. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Coord.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos*: Liber Amicorum Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. São Paulo: Malheiros, 2011.

4 Financiamento sob a forma de dívida e o *project finance*

Embora toda SPE titular de uma PPP requeira em maior ou menor medida capital próprio de seus acionistas, pelas razões já mencionadas a maior parte dos recursos necessários à implantação do projeto advirá, como regra geral, de contratos de empréstimo, vale dizer, financiamento em sentido estrito, externo aos acionistas, também chamado de mútuo de escopo.

Existem também outros instrumentos de financiamento em sentido estrito, tais como emissão de títulos de crédito ou valores mobiliários representativos de dívida (debêntures, CCBs, notas promissórias, *bonds* etc.), seja em operações privadas (muitas vezes praticadas com os próprios bancos que, por razões diversas, podem preferir formalizar seu crédito através de tais títulos, em vez de contratos de mútuo) ou em ofertas públicas dirigidas a investidores institucionais ou ao mercado de modo geral.

O project finance

Em comum, essas operações de empréstimo ou emissão de títulos de dívida por SPEs titulares de concessões comuns ou PPPs compartilham a lógica do *project finance* — financiamento de projetos.

Como já tivemos a oportunidade de consignar, do ponto de vista econômico, o “financiamento de projetos é uma técnica de colaboração financeira por meio da qual, de um lado, o empreendedor pode captar recursos para viabilizar um projeto sem expor o seu patrimônio total e balanço, ou expondo-os em menor grau, ao endividamento oriundo do financiamento, e, de outro, o financiador externo pode conceder um empréstimo vinculado à exploração de um certo projeto, satisfazendo-se essencialmente com a capacidade de geração de receitas, e ativos alocados ao projeto, como fontes primárias de pagamento”.⁸

De outro lado, sob uma perspectiva mais jurídica, trata-se de “uma rede de contratos coligados que, alocando riscos às diversas partes envolvidas, visa a permitir que o empresário-patrocinador, ou sociedade por ele constituída, capte recursos para o desenvolvimento e exploração de um empreendimento segregado, oferecendo como garantia aos credores, de forma exclusiva ou preponderante, as receitas e bens do próprio empreendimento financiado”.⁹

⁸ Cf. ENEI. *Project Finance: financiamento com foco em empreendimentos (parcerias público-privadas, leveraged buy-outs e outras figuras afins)*, p. 38.

⁹ *Op. cit.*, p. 39.

O project finance e as PPPs

Pode-se dizer na verdade que a PPP nada mais é do que a aplicação das técnicas e filosofia do financiamento de projetos à interação do setor público com o setor privado no âmbito de projetos de infraestrutura. É por isso, por exemplo, que, na Inglaterra, a PPP é classificada como uma espécie de um gênero que congrega também o financiamento de projetos, vale dizer, as chamadas *Private Finance Initiatives (PFIs)*.

A filosofia do financiamento de projetos faz-se clara nas PPPs sob diversos ângulos. Primeiramente, pela preocupação em se assegurar um fluxo mínimo de receitas (arts. 4º, VII, e 6º da Lei nº 11.079/2004), fluxo esse que é a sustentação de qualquer financiamento de projetos, já que as receitas são a fonte primordial de garantia e pagamento do financiamento. Com efeito, sem previsibilidade mínima de receitas não há espaço para o financiamento de projetos.

Em segundo, pela exigência de constituição de uma sociedade de propósito específico (SPE) pelo parceiro privado para explorar o empreendimento (art. 9º da Lei nº 11.079), como forma de isolar o empreendimento dos riscos associados a outras atividades do parceiro privado, servindo ao propósito também de limitar a sua responsabilidade.

Terceiro, pelo uso de técnicas contratuais de alocação objetiva de riscos, presentes não só na premissa básica de transferência dos riscos de mercado e de demanda ao Poder Público, mas também na ideia de remuneração vinculada ao desempenho e baseada em parâmetros de qualidade objetivos e previamente acordados no contrato (arts. 4º, VI, 5º, III e IX, e 6º, parágrafo único, da Lei nº 11.079).

Quarto, pela adoção de instrumentos de garantia em favor do parceiro privado ou público bastante sofisticados e típicos do financiamento de projetos, como a possibilidade de os financiadores assumirem o controle da SPE constituída pelo parceiro privado para o fim de sanear-la (os *step-in rights*, cf. art. 5º, §2º, I, da Lei nº 11.079), a faculdade de o pagamento devido pelo Poder Público ser realizado diretamente ao financiador, presumidamente via cessão ou penhor dos recebíveis do parceiro privado (art. 5º, §2º, II), a faculdade de pagamento de indenizações por extinção antecipada do contrato, bem como pagamento das garantias prestadas pelo Poder Público, diretamente aos financiadores do parceiro privado, presumidamente via cessão ou penhor desses direitos de crédito (art. 5º, §2º, III), e a gama de modalidades de garantia passíveis de serem oferecidas ou outorgadas pelo Poder Público em garantia de suas obrigações, incluindo seguro-garantia, garantias internacionais, vinculação de receitas e

constituição de fundos de natureza privada, com ou sem patrimônio de afetação (arts. 8º e 18º).¹⁰

Quinto, pelo papel importantíssimo que a legislação confere ao contrato de PPP, exigindo-lhe uma série de cláusulas com o objetivo de estabelecer de forma clara e objetiva os direitos e obrigações das partes (art. 5º).

Sexto, pela linguagem adotada de um modo geral pela Lei nº 11.079 e legislação correlata, constituindo forte ruptura e inovação em relação à linguagem tradicionalmente empregada no âmbito da Administração Pública e do Direito Administrativo, e alcançando-se uma linguagem internacionalmente aceita e compreendida pela comunidade investidora ou financeira. Nesse sentido, a PPP serve ao propósito de reduzir a dificuldade de comunicação entre o setor público e a iniciativa privada, promovendo uma cultura comum de boas práticas contratuais e financeiras.

Sétimo, e para ficar somente nestes destaques, pelo incentivo ao uso da arbitragem como mecanismo de resolução de disputas, a exemplo da prática corrente no âmbito do financiamento de projetos.¹¹

Em suma, a semelhança e a afinidade entre a PPP e o financiamento de projeto são indiscutíveis. Na sua maior parte, as PPPs serão estruturadas como financiamentos de projeto em que a receita será proveniente dos pagamentos do Poder Público, ao invés de exclusivamente dos usuários.

Os principais financiadores em PPPs

No Brasil, o BNDES constitui a principal fonte de *project finance* e, por essa mesma razão, o principal financiador de PPPs. Segundo fontes oficiais, o BNDES desembolsou 139,7 bilhões de reais em empréstimos apenas no ano de 2011, num total de 896 mil financiamentos. Nada menos que 40% dos recursos foram destinados ao setor de infraestrutura, na sua maior parte em empréstimos estruturados sob a lógica do *project finance*.¹² Nos anos de 2010 e 2009, o BNDES desembolsou nada menos que 168,4 bilhões de reais e 137,4 bilhões de reais, respectivamente.

Os empréstimos do BNDES são ainda complementados pela oferta de empréstimos por bancos regionais de desenvolvimento, como o Banco do Nordeste, por bancos comerciais públicos como o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal, concedendo financiamentos com recursos próprios, repassando recursos do BNDES ou de fundos públicos

diversos (Fundo da Marinha Mercante; Fundo de Desenvolvimento do Nordeste – FDNE etc.) ou bancos comerciais privados (Itaú, Santander, Bradesco etc.), e ainda agências estrangeiras de crédito a exportação e organismos multilaterais como o Banco InterAmericano de Desenvolvimento – BID e o International Finance Corporation – IFC, entre outros.

Além de usuais repassadores dos recursos do BNDES, bancos comerciais têm atuado ainda na função de provedores de empréstimos-pontes (vigentes apenas até que os financiamentos de longo prazo possam ser acessados) e garantidores, emitindo fianças bancárias que garantam o risco de crédito do BNDES em financiamentos desembolsados diretamente aos respectivos tomadores titulares de projetos em regime de PPPs, concessões comuns ou autorizações. Tais garantias podem tanto servir apenas à fase de construção, como também ao risco de inadimplemento no período de operação dos projetos.

Entretanto, a capacidade de o BNDES e demais bancos que atuam no Brasil em financiar, no longo prazo, toda a crescente demanda por recursos no setor de infraestrutura é limitada, e sujeita a períodos de maior escassez, seja por conta de crises financeiras que afetam a liquidez e disposição ao risco dos bancos privados, seja por políticas públicas que privilegiem outros usos para os sempre escassos recursos públicos.

Tais restrições vêm abrindo espaço para alternativas de financiamento a grandes projetos de infraestrutura, como aquelas realizadas via mercado de capitais, objetivando acessar diretamente a poupança acumulada nas mãos de investidores institucionais ou mesmo investidores comuns.

Como acima antecipado, tais financiamentos são estruturados como emissões de debêntures, CCBs e notas promissórias, entre outros títulos ou valores mobiliários. Porque tais títulos também obedecem à lógica do *project finance*, quando emitidos para o fim de financiar projetos *greenfields* objeto de concessões comuns ou PPPs, são também conhecidos como *project bonds*.

Casos práticos

A primeira PPP do Brasil — para aquisição dos materiais rodantes, instalação de sistemas e operação da Linha 4 do Metrô de São Paulo, concedida à Via Quatro, SPE constituída por CCR, Mitsui e outros acionistas — foi financiada por uma combinação de financiadores, incluindo o Banco InterAmericano de Desenvolvimento (BID) e o BNDES. O financiamento do BID, contratado em 2008, contemplou cerca de 370 milhões de dólares, com prazo de amortização de até 15 anos, com recursos próprios e de bancos

¹⁰ Cf. ENEI, José Virgílio Lopes. As garantias como condição de investimentos em PPPs. *Valor Econômico*, p. E2, 02 abr. 2004.

¹¹ Cf. ENEI, José Virgílio Lopes. A arbitragem nas Parcerias Público-Privadas. *Valor Econômico*, p. E.2, 07 maio 2004.

¹² BNDES. Relatório Anual de 2011, p. 7.

por ele arrematados (os “B-Lenders”), entre os quais o Banco Santander, o KfW, o Banco Sumitomo Mitsui do Brasil e o Banco Espírito Santo.¹³

As PPPs estruturadas para atender aos grandes eventos esportivos a serem sediados pelo Brasil, como a Copa do Mundo de 2014, também oferecem interessantes casos práticos.

A Fonte Nova Negócios e Participações S.A., SPE constituída pelas construtoras Odebrecht e OAS para praticamente reconstruir a então condenada estrutura do estádio Fonte Nova em Salvador, visando permitir que tal equipamento atendesse aos rigorosos padrões FIFA e pudesse assim sediar jogos da Copa do Mundo de 2014, foi a primeira arena concedida à iniciativa privada, em regime de PPP, a acessar os recursos da Linha ProCopa Arenas criada em suporte à Copa de 2014 pelo BNDES. A Arena contou com empréstimos do BNDES (323 milhões de reais), repassados por uma agência de desenvolvimento local (Desenbahia), e do Banco do Nordeste do Brasil (250 milhões de reais).¹⁴ Para complementar suas necessidades de financiamento, atingindo a alavancagem desejada, a sociedade ainda emitiu debêntures no valor de 94 milhões de reais.¹⁵

À semelhança da Fonte Nova, a Arena Pernambuco Negócios e Investimentos S.A., controlada pela Odebrecht, contou com financiamento do BNDES e do Banco do Nordeste, complementado pela emissão de debêntures, no valor de 70 milhões de reais.¹⁶

A FIFA elegeu a cidade de São Paulo para sediar o jogo de abertura da Copa do Mundo de 2014, através do projeto de construção de nova arena futebolística (*greenfield*) no bairro de Itaquera, Zona Leste do Município. Em uma estrutura bastante inovadora, o desenvolvimento do projeto foi atribuído a um fundo de investimento imobiliário, ao invés de uma SPE propriamente dita, o qual emitiu quotas

de diferentes classes — seniores e subordinadas — para captação dos recursos necessários à conclusão das obras do empreendimento. Parte dos recursos captados por SPE titular das quotas seniores — até 400 milhões de reais — advirá da linha especial de crédito ProCopa Arenas do BNDES, neste projeto repassada pela Caixa Econômica Federal, sem prejuízo de financiamentos ou aportes complementares.¹⁷

5 Conclusões

As PPPs oferecem amplas alternativas de financiamento, seja do capital próprio em sentido amplo, seja na forma de dívida, em financiamento em sentido estrito.

Embora as PPPs tenham por objeto, via de regra, empreendimentos desafiadores e com elevada demanda de capital, o racional das PPPs permite mitigar o risco do financiamento, primariamente a cargo do parceiro privado, por meio do aporte de recursos, contraprestação pública e garantias prestadas pelo parceiro público.

De modo geral, prevalece nas PPPs a lógica do *project finance*, tendo o BNDES e bancos oficiais como principais protagonistas, bancos comerciais assumindo funções de repasse, sindicalização ou emissão de garantias, e ainda espaço crescente para alternativas, como os títulos e valores mobiliários representativos de dívida e ofertados a investidores institucionais ou mercado de modo geral (*project bonds*).

Informação bibliográfica deste texto, conforme a NBR 6023:2002 da Associação Brasileira de Normas Técnicas (ABNT):

ENEI, José Virgílio Lopes. Financiamento das Parcerias Público-Privadas: experiências e lições nos primeiros dez anos de vigência da Lei nº 11.079/2004. *Fórum de Contratação e Gestão Pública – FCGP*, Belo Horizonte, ano 15, n. 169, p. 42-49, jan. 2016.

¹³ Cf. <http://www.acionista.com.br/home/ccr/071008_contratacao_financiamento.pdf>. Acesso em: 28 fev. 2014.

¹⁴ Cf. <<http://www.secopa.ba.gov.br/noticias/financiamentos-de-r-5736-milhoes-garantem-recursos-para-fonte-nova>>. Acesso em: 28 fev. 2014.

¹⁵ Cf. <<http://www.brtrust.com.br/wp-content/uploads/2012/09/2013.04.29-Relat%C3%B3rio-Anual-Ag.-Fiduci%C3%A1rio-Fonte-Nova.pdf>>. Acesso em: 28 fev. 2014.

¹⁶ Cf. <<http://www.brtrust.com.br/wp-content/uploads/2012/09/2011.10.11-Escritura-de-Emiss%C3%A3o-JUCEPE.pdf>>. Acesso em: 28 fev. 2014.

¹⁷ Cf. <<http://g1.globo.com/economia/noticia/2013/11/corinthians-fecha-acordo-com-caixa-e-bndes-para-financiar-estadio.html>>. Acesso em: 28 fev. 2014.