

Crédito e Financiamento à Infraestrutura no Brasil



Frederico A. Turolla
Márcio F. Gabrielli
Igor J. C. Gondim

Resumo

Uma janela de oportunidades se abriu para um salto nos investimentos em infraestrutura, após os eventos da economia brasileira nos anos 90 e 2000. Nesse período, principalmente na década de 90, o país assistiu a uma ampla reformulação de elementos chave de seu ambiente institucional.

As amplas reformas endereçaram temas de impacto transversal, como a estabilização de preços, a introdução de mecanismos mais modernos de defesa da concorrência, a revisão da legislação sobre falência e recuperação de empresas e a reestruturação das finanças públicas dos governos de todos os níveis. Incluíram, também, importantes componentes setoriais, com novos marcos regulatórios e mudanças nos modelos de negócios de operação de infraestrutura, incluindo mecanismos de concessão, desestatização e reestruturação de entidades estatais.

Palavras-chave: Ativos de Infraestrutura, Riscos de Financiamento, Assimetria Informacional.

A estabilização de preços em 1994 e a transição política de 2002 tiveram papel essencial nas transformações da economia brasileira. A primeira eliminou a principal fonte de imprevisibilidade de longo prazo da economia. Com a segunda, foram sensivelmente reduzidos os riscos políticos que, anteriormente, inibiam os financiamentos de longo prazo ou encareciam significativamente a sua realização. Pelo menos no campo macroeconômico, foram mantidos, por quase dez anos, os pilares que asseguravam a estabilidade da economia e a continuidade das políticas, ainda que com alguma deterioração, a partir de 2003, quanto à independência regulatória e a promoção da competição nos ambientes setoriais.

É relevante para a infraestrutura que o mundo vivenciou um período de ampla oferta de fundos para investimentos em países emergentes, em diferentes momentos. Primeiro, os anos 2000 foram de

brilhante crescimento mundial, com percepção de risco relativamente baixa em todo o mundo. Após a crise financeira norte-americana de 2008 e a subsequente crise europeia, a política monetária expansionista em países desenvolvidos teve como efeito colateral o vazamento de fundos para o mundo emergente, um movimento que se refletiu na apreciação generalizada das moedas que operavam em regimes de câmbio flexível. O Brasil foi um importante beneficiário desse fluxo de fundos, por estar, no período, sob um grande destaque global devido às já mencionadas amplas reformas realizadas no período anterior e à transição política suave.

Esse conjunto de mudanças institucionais e o ambiente global elevaram sensivelmente não apenas o potencial de investimentos na infraestrutura brasileira, mas também a oferta de crédito e financiamento privado, doméstico e inter-

nacional, a este conjunto de setores. Mesmo com a abertura desta extraordinária janela de oportunidades e com o anúncio de um grande programa federal, a infraestrutura brasileira não decolou como se poderia esperar. As oportunidades ficaram, assim, subaproveitadas.

Há, pelo menos, dois motivos para que este desempenho se mostrasse insuficiente em um ambiente tão propício. O primeiro está relacionado à própria natureza dos ativos de infraestrutura: os projetos nesta área requerem grandes volumes de capital e enfrentam, em qualquer país, desafios significativos para seu financiamento que são potencializados no ambiente de uma economia como a brasileira. O segundo diz respeito ao aumento do risco político desde a última década, devido à maior intervenção política nas decisões técnicas, novamente encarecendo o financiamento dos projetos e reduzindo a propensão dos investidores a aceitá-los.

Este artigo discute o ambiente do financiamento à infraestrutura no Brasil, assim como seus principais desafios. A primeira seção aborda as características típicas dos ativos de infraestrutura, que são relevantes para o seu financiamento. Em seguida, é focada a velha dicotomia entre fo-

mento e mercado, fortemente relacionada ao papel do BNDES e de outras instituições que, historicamente, concentram a oferta de fundos a este setor. Após, são apresentados comentários sobre o mercado financeiro e de capitais. Avaliam-se os riscos no financiamento da infraestrutura e a seção final pontua alguns dos mais importantes desafios remanescentes nessa área.

Características dos Ativos de Infraestrutura

De maneira geral, os ativos de infraestrutura têm características específicas, que variam significativamente conforme o setor – energia, transportes, saneamento e telecomunicações – e também dentro de cada setor. Dependendo da posição de uma atividade na cadeia setorial, as características podem variar sensivelmente. Na cadeia da energia elétrica, por exemplo, os segmentos de fio (transmissão e distribuição) têm fortes características de monopólio natural que demanda regulação estrita, enquanto os segmentos de energia (geração e comercialização) operam em ambiente mais competitivo.

As características dos setores de infraestrutura são sumarizadas na tabela 1 a seguir.

■ Tabela 1: Características dos setores de infraestrutura

	Consequência	Resposta típica
Alto custo fixo	Problemas de monopólio natural	Operação pública ou concessões; regulação
Ativos específicos	Desincentivo ao investimento	Contratos longos
Externalidades positivas	Características de política pública	Políticas de acesso e universalização
Longa vida	Questões na troca de operadores	Processos de escolha, renovação e substituição de operadores
Demanda estável	Ativos defensivos	-

Fonte: elaboração própria

Uma das respostas típicas a estas características é o elevado peso da operação pelo setor público e, mesmo no caso de operação privada ou em parceria, o financiamento dos projetos de infraestrutura tem elevada concentração no setor público, em todo o mundo. A operação pública vem sendo crescentemente substituída pelo incremento de variadas formas de participação privada, que no Brasil podem ser identificadas, principalmente, com os contratos da lei das Concessões (lei 8.987 de 1995) e da lei das Parcerias Público Privadas (lei 11.079 de 2004), entre outros mecanismos.

Nas últimas décadas, assistiu-se a uma forte tendência mundial em relação à implantação de mecanismos institucionais de redução de risco, como a regulação independente e o planejamento de longo prazo. Estes permitem encorajar significativamente não apenas o investimento privado, mas também o financiamento de projetos de infraestrutura pelo setor privado. O Brasil também avançou significativamente nesta direção, com a definição de marcos regulatórios setoriais, com entidades reguladoras relativamente autônomas, todas elas enfrentando o duplo desafio de estarem na primeira fase da curva de aprendizagem institucional e de se situarem sob ataque constante de políticos interessados em decisões de alto valor econômico e eleitoral.

Além das questões institucionais, há diversos aspectos próprios do sistema de financiamentos. Por exemplo, em presença de forte assimetria informacional na concessão de financiamentos, uma defesa comum dos agentes financiadores costuma vir na forma de exigência de garantias, que podem ser reais (como a hipoteca,

alienação fiduciária, o penhor e a caução), ou pessoais (aval e fiança), sendo frequente a acumulação destas. A dificuldade ou o custo envolvido na obtenção dessas garantias pode fazer com que empresas com projetos rentáveis e com disposição para o repagamento dos financiamentos possam não ter acesso a eles. O próprio BNDES, em suas operações, exige garantias elevadas. Neste contexto, as garantias se tornam um importante fator inibidor da competitividade de vários setores importantes, assim como um inibidor dos investimentos em direção à universalização em setores de infraestrutura.

Fomento versus Mercado: a Velha Discussão

O crédito à infraestrutura, no Brasil e em vários países, é altamente concentrado em fontes de fomento. Por exemplo, no caso do setor elétrico, conforme Sabatini (2012, p. 121), as instituições de fomento, particularmente BNDES e o Banco do Brasil, são os principais credores individuais da maior parte dos principais grupos atuantes em energia elétrica no Brasil. No setor de saneamento, a Caixa Econômica Federal, sucedendo o antigo Banco Nacional da Habitação, representa uma parcela significativa dos recursos onerosos disponibilizados ao setor.

As fontes de fomento ou instituições oficiais que operam no Brasil com financiamento à infraestrutura são diversas e podem ser identificadas: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), Caixa Econômica Federal (CEF), Banco do Brasil (BB), Banco do Nordeste do Brasil (BNB), Banco da Amazônia (BASA), Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP), agências estaduais de fo-

mento, que operam com fundos estaduais e com repasses do próprio BNDES.

Podem ser ainda adicionadas as fontes de fomento internacional, notadamente os organismos multilaterais, que são, principalmente, o Banco Mundial, o braço International Finance Corporation (IFC), o Inter-American Development Bank (IADB), a Corporación Andina de Fomento (CAF), entre outros.

Dada a importância da infraestrutura no desenvolvimento econômico e o volume de recursos envolvido nos projetos, os governos tipicamente se envolvem diretamente no processo de financiamento. Em muitos casos, entretanto, não se faz uma pergunta básica: em que medida os produtos de crédito de fomento e do mercado de capitais são bens substitutos ou complementares? Em outras palavras, quando os governos participam diretamente do processo de financiamento, estão apenas deslocando o financiamento privado e, assim, transferindo desnecessariamente os riscos e eventuais subsídios ao contribuinte? Esta é uma pergunta que, embora tenha alta relevância econômica e social, é de resposta igualmente difícil.

O Mercado Financeiro e de Capitais

O mercado financeiro e de capitais financia projetos de infraestrutura de várias formas, tanto com dívida quanto com *equity*. Os ambientes de financiamento incluem o financiamento corporativo, que cria passivos diretamente no balanço das organizações operadoras dos serviços, e o *project finance*, voltado para as Sociedades de Propósito Específico (SPE). A modalidade corporativa é a mais tradicional na infraestrutura brasileira, especialmente

em função das grandes empresas estatais que predominaram no cenário operacional por décadas.

Nesse contexto, a geração de recursos próprios foi um instrumento importante de financiamento dos investimentos, assim como se verificou nos diversos setores da economia em um ambiente de alta instabilidade macroeconômica e baixo desenvolvimento do mercado de capitais. No âmbito do sistema Planasa, do saneamento básico, por exemplo, o financiamento público foi oferecido pelo Banco Nacional da Habitação (BNH), juntamente com os governos estaduais controladores das companhias, prevendo que estas se tornariam capazes de se tornar autossustentáveis, passando a gerar os recursos que financiariam sua expansão e operação futuras. Entretanto, nos anos 70 e 80, em vários segmentos da infraestrutura, as tarifas de serviços públicos passaram a ser utilizadas como instrumentos de política macroeconômica, com o objetivo de conter a escalada inflacionária, sacrificando o financiamento via recursos próprios.

Mais recentemente, o desenvolvimento institucional do mercado brasileiro e os novos instrumentos legais de parceria público privada das últimas décadas vêm incrementando o papel do financiamento de projetos. Mesmo grandes operadores de infraestrutura vêm engajando em esquemas de financiamento via SPE.

Um importante programa diz respeito ao desenvolvimento de Debêntures de Infraestrutura e Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC), Fundos de Debêntures Incentivadas e Fundos de Investimentos em Participação em Infraestrutura (FIP-IE), contando com incentivos fiscais.

Frequentemente se menciona a indústria de *private equity* e de *venture capital* (PE/VC) como um potencial investidor em infraestrutura. Porém, há diferentes opiniões com relação à viabilização desses investimentos através dessa fonte. Por um lado, argumenta-se que o ciclo do investimento típico em PE/VC – com saída em 3 a 5 anos – descasa dos longos prazos de retorno dos projetos típicos de infraestrutura.

Os mesmos críticos à participação dos fundos de *private equity* e de *venture capital* mencionam que os retornos dos projetos de infraestrutura tendem a ser controlados, pelo menos *ex-ante*, pelo setor público na modelagem dos processos de concessão. Para a obtenção de retornos mais elevados, o investidor costuma procurar ambientes com menor segurança institucional, o que pode elevar os riscos mais que proporcionalmente, reduzindo a atratividade.

Contudo, pode-se argumentar que essas características não significam uma incompatibilidade natural dos fundos de PE/VC com o setor de infraestrutura, nem limitam severamente o tipo de projetos que essa indústria se dispõe a financiar no contexto da infraestrutura.

Neste sentido, o especialista em *private equity* e *venture capital*, Leonardo de Lima Ribeiro, comentou recentemente que alguns dos melhores investimentos em PE/VC na América Latina foram realizados justamente nos setores de infraestrutura ou relacionados, como: Mills, Cemar, GasAtacama, CPFL, Gol, ALL, entre outros. Para ele:

“o segredo é investir principalmente em empresas que desenvolvem projetos no setor e não necessariamente nos projetos

em si. E buscar oportunidades de turnaround, quando o investimento inicial já foi realizado mas, em algum momento, a empresa se endividou e teve de ser vendida pelo investidor original. Ou então privatizações. Aliás, com essa mudança na tarifa do setor elétrico, vejo uma nova rodada de investimentos pronta para ocorrer em breve. Ainda sobre o setor elétrico, esse é talvez o segmento com maior oportunidade de investimentos de private equity diretamente em projetos. Afinal, é possível vender energia no longo prazo pela PPAs e obter crédito para construção dos empreendimentos, o que alavanca bastante o retorno do equity. Também é possível explorar variações de preço na energia (assinar PPAs no momento de alta de preços e comprar energia no mercado a preço menor) embora isso tenha causado a quebra de pelo menos uma empresa. Enfim, em energia há a questão do risco ambiental. E é possível usar equity para desenvolver um projeto e vendê-lo após obter as licenças”

(Sr. Leonardo de Lima Ribeiro, depoimento exclusivo para elaboração deste artigo, em 19 de abril de 2013).

O Financiamento no Ambiente de Parcerias

A parceria entre o setor público e o setor privado é um dos mais importantes veículos de viabilização de novos investimentos em infraestrutura, particularmente no ambiente de restrições fiscais e orçamentárias. No Brasil, a legislação relativa às parcerias público-privadas inclui categorias que podem ser identificadas como concessão comum, administrativa ou patrocinada. No primeiro caso, é regida pela lei 8.987 de 1995, e nos demais pela lei 11.079 de 2004. Essas duas se somam e são complementadas pela Lei das Licitações (8.666/93). Em termos gerais, as primeiras atendem a projetos autossustentá-

veis com fluxos financeiros oriundos de tarifas, enquanto a lei que ficou conhecida como “lei das PPP” atende a projetos onde é necessário o aporte de recursos públicos. Some-se a isto o regime jurídico geral, havendo ainda a discussão sobre a tradição jurídica e o mercado de capitais, além de um grande número de aspectos relacionados ao mercado de crédito e às leis sobre falência.

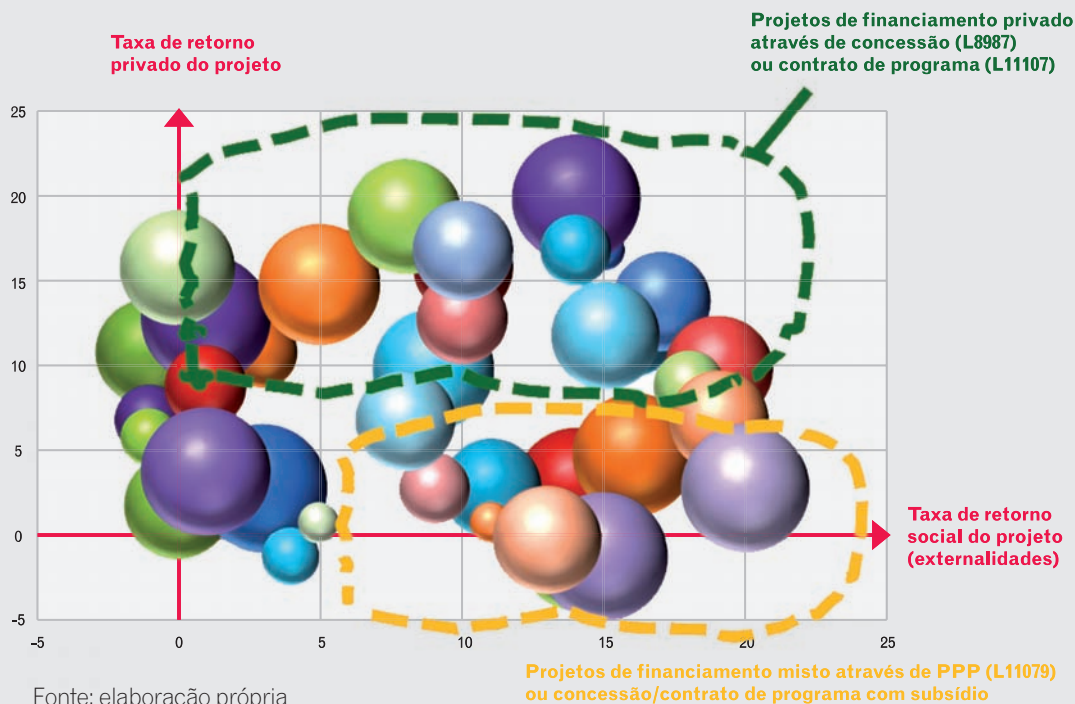
No caso brasileiro, na prática, a disciplina contratual público-pública e público-privada vem permitindo um aumento significativo do leque de possibilidades relacionadas à prestação e ao financiamento dos serviços de infraestrutura, viabilizando novas formas de cooperação entre uma grande variedade de agentes públicos e privados.

Ainda como exemplo destas instituições de parceria e financiamento no

caso brasileiro, tome-se o Gráfico 1 abaixo, que apresenta uma carteira hipotética de projetos de infraestrutura. No eixo vertical, foi representada a taxa de retorno privado dos projetos. No eixo horizontal, a taxa de retorno social dos projetos, que representa o volume de externalidades geradas por unidade de investimento. Cada esfera representa um projeto, sendo que o volume da esfera pode ser tomado como o tamanho relativo do empreendimento.

Os melhores projetos são os que estão mais a nordeste no primeiro quadrante, pois apresentam uma feliz combinação entre alto retorno privado e alto retorno social. Infelizmente, estes projetos, que não demandam recursos públicos, mas trazem grandes benefícios à coletividade, são pouco numerosos. Estes projetos são candidatos à operação por concessão comum, da lei 8.987/95, ou lei das concessões.

■ Gráfico 1: Uma carteira hipotética de projetos de infraestrutura.



Os projetos próximos do eixo horizontal mas localizados bem a leste do eixo vertical, são projetos de bom retorno social mas com baixo retorno privado. Para estes, o instrumento típico tende a ser a lei 11.079/04, das Parcerias Público-Privadas. Estes contratos também podem operar com subsídio público, tendo em vista que, embora de interesse social, não apresentam retorno privado suficiente para estimular a execução autônoma do projeto por investidores particulares.

A lei 12.766 de 2012, resultante da conversão da Medida Provisória 575, trouxe as mais recentes novidades quanto às PPP, criando a figura do aporte público nos projetos, o que é relevante no financiamento do projeto, pois evita a necessidade de obtenção de financiamento para os investimentos. A lei foi regulamentada pela Instrução Normativa 1.342 da Receita Federal, que dá tratamento tributário especial aos investimentos feitos por entes públicos em PPP.

Riscos no Crédito à Infraestrutura

É importante notar, contudo, que os tipos de riscos assumidos na área de infraestrutura podem ser diferentes dos riscos tradicionalmente assumidos em negócios comerciais de áreas mais tradicionais. Por exemplo, o risco do setor público costuma ser mais elevado, sujeito a decisões adversas sobre regulação, tarifas, padrões técnicos, entre outros. Essas características podem requerer uma estrutura de *research* mais especializada e uma maior intensidade em consultoria jurídica para a proteção dos riscos, por exemplo, através da análise do programa de seguros e garantias das concessões, ou uma maior intensidade de conhecimento de caracterís-

ticas locais, idiossincráticas, de governos e de ambientes políticos subnacionais.

Os riscos do setor de infraestrutura estão diretamente relacionados ao ambiente institucional subjacente, tanto macro – nacional e local – quanto microeconômico. Em termos do ambiente macroeconômico nacional, houve melhora sensível para projetos de infraestrutura nas últimas duas décadas. Entre elas, esteve o equacionamento das necessidades de financiamento do setor público, no fim dos anos noventa, através de um conjunto de reformas que incluiu, entre outras iniciativas, o refinanciamento das dívidas subnacionais, o Programa de Estabilidade Fiscal e a Lei de Responsabilidade Fiscal; a consolidação da estabilidade de preços, após testes severos em crises de países emergentes; e a redução do risco político, como uma consequência importante da manutenção do regime de política econômica na transição de governos de 2002. A obtenção do grau de investimento esteve associada a esses fatores, que trouxeram não apenas uma redução das necessidades de financiamento públicas e externas, mas também uma maior segurança no seu financiamento, com a redução da percepção sobre a probabilidade de crises de solvência.

Os aspectos regulatórios também experimentaram melhora sensível no ambiente brasileiro nas últimas décadas, particularmente na segunda metade dos anos 90 e na primeira metade dos anos 2000. A criação de marcos regulatórios baseados em entidades com governança própria, fundamentada em mandatos independentes, constitui verdadeira quebra estrutural em relação às práticas do período precedente. Contudo, esta independência se revelou frágil na prática, dado o interesse

político em manter decisões de alto valor econômico e eleitoral sob o controle direto do Poder Executivo e de ministros politicamente indicados.

Houve também uma importante evolução, principalmente no ambiente estadual, com relação aos projetos com participação privada, sob as leis de concessões e de parceria público-privada (PPP). Entre os desdobramentos importantes, podem ser mencionadas as matrizes de risco nas concessões, que vêm dando conta de riscos importantes que ficam mais claramente estabelecidos nos projetos.

Os Desafios do Financiamento à Infraestrutura

Com base na discussão realizada neste artigo, sobressaem alguns desafios relevantes para a expansão do financiamento à infraestrutura no Brasil. Estes são apontados a seguir, sem a pretensão de esgotar o assunto.

Em primeiro lugar, é preciso avaliar a relação custo-benefício envolvida na assunção de grandes riscos fiscais a partir dos mecanismos de financiamento público hoje disponíveis. A sustentabilidade do setor público é um desafio global

Em segundo lugar, é preciso avaliar se as linhas de financiamento públicas e privadas são bens substitutos ou complementares. É possível que o fomento efetivamente desloque o capital privado, como propõem alguns, o que demanda estudos aprofundados, de urgência evidente. Naturalmente, quando se tratam de bens substitutos, criam riscos fiscais e provocam

efeitos indesejáveis sobre a economia. Assim, vale rediscutir o fomento de maneira integrada, assim como o papel do crédito bancário e do mercado de capitais no financiamento da infraestrutura brasileira.

Em terceiro lugar, destaca-se a obtenção de uma maior alavancagem dos projetos, ou seja, uma maior participação do crédito em relação ao capital próprio nos projetos de infraestrutura. Tipicamente, isto envolve uma intensificação do uso de instrumentos relacionados ao *project finance*, incluindo as concessões e parcerias público-privadas. O país já experimentou um grande avanço legislativo nesse sentido, mas ainda há muito por fazer.

Em quarto lugar, é preciso rediscutir o ambiente institucional no que toca aos riscos setoriais mais relevantes, particularmente quanto à estabilidade e a introdução de concorrência. O ambiente macroeconômico mais estável a partir do final dos anos 90, que se mostrou francamente favorável aos investimentos, está se esvaindo com políticas mais discricionárias e voltadas ao curto prazo. Da mesma forma, o ambiente de regulação setorial está crescentemente sujeito a intervenções, muitas delas desconectadas de um planejamento de longo prazo, chegando a obedecer a uma agenda eleitoral. A promoção da concorrência, onde possível, seguindo os melhores elementos da experiência internacional, permitiria avanços seguros em benefício dos usuários.

Estes são desafios complexos e inter-relacionados, mas que encerram respostas fundamentais para o desenvolvimento brasileiro.

Frederico Araujo Tuolla

Frederico Araujo Tuolla é Doutor em Economia de Empresas, Professor do Mestrado em Gestão Internacional da ESPM e sócio da Pezco Microanalysis - e-mail fredtuolla@pezco.com.br

Márcio Fernandes Gabrielli

Márcio Fernandes Gabrielli é Mestre em Administração de Empresas com ênfase em Finanças, Professor de Finanças da FGV e da ESPM e associado da Pezco Microanalysis – e-mail marciogabrielli@pezco.com.br

Igor J. C. Gondim

Igor J. C. Gondim é Doutorando em Finanças pela FGV e consultor da Pezco Microanalysis- e-mail igor@pezco.com.br

SABBATINI, Rodrigo. **Financiamento do investimento no setor de energia elétrica**. In: IPEA. Infraestrutura e Planejamento no Brasil: Coordenação estatal da regulação dos incentivos em prol do investimento - o caso do setor elétrico. IPEA, Relatório de Pesquisa, 2012.

TUOLLA, Frederico A. **Financiamentos e garantias**. Revista Conjuntura da Infraestrutura (FGV e ABDIB). Março de 2010.

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