

O Estado como Bom Pagador

A estruturação de garantias e outros instrumentos de pagamento para atração de investimentos de alta qualidade na América Latina e Caribe

Carolina Lembo
Edpo Covalciuk Silva
Isadora Chansky Cohen
Rogério Princhak
Ana Flávia Ramos
Bruno Aurélio
Gabriel Ribeiro Fajardo
Juan Martinez Alvarez
Julio Montoya
Pablo Jaramillo
Viviane Moura Bezerra
Joan Prats
Patricia Pella

Vice-Presidência de Países

TEXTOS PARA
DEBATE N°
IDB-DP-00878

O Estado como Bom Pagador

A estruturação de garantias e outros instrumentos de pagamento para atração de investimentos de alta qualidade na América Latina e Caribe

Carolina Lembo
Edpo Covalciuk Silva
Isadora Chansky Cohen
Rogério Princhak
Ana Flávia Ramos
Bruno Aurélio
Gabriel Ribeiro Fajardo
Juan Martinez Alvarez
Julio Montoya
Pablo Jaramillo
Viviane Moura Bezerra
Joan Prats
Patricia Pella

Julho 2021

<http://www.iadb.org>

Copyright © 2021 Banco Interamericano de Desenvolvimento. Esta obra está licenciada sob uma licença Creative Commons IGO 3.0 Atribuição-NãoComercial-SemDerivações (CC BY-NC-ND 3.0 IGO) (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0/igo/legalcode>) e pode ser reproduzida com atribuição ao BID e para qualquer finalidade não comercial. Nenhum trabalho derivado é permitido.

Qualquer controvérsia relativa à utilização de obras do BID que não possa ser resolvida amigavelmente será submetida à arbitragem em conformidade com as regras da UNCITRAL. O uso do nome do BID para qualquer outra finalidade que não a atribuição, bem como a utilização do logotipo do BID serão objetos de um contrato por escrito de licença separado entre o BID e o usuário e não está autorizado como parte desta licença CC-IGO.

Note-se que o link fornecido acima inclui termos e condições adicionais da licença.

As opiniões expressas nesta publicação são de responsabilidade dos autores e não refletem necessariamente a posição do Banco Interamericano de Desenvolvimento, de sua Diretoria Executiva, ou dos países que eles representam.



Documentos de Discussão

PPP Américas 2021

O Estado como Bom Pagador

A estruturação de garantias e outros instrumentos de pagamento para atração de investimentos de alta qualidade na América Latina e Caribe

Coordenadores:

Carolina Lembo
Edpo Covalciuk Silva
Isadora Chansky Cohen
Rogério Princhak

Redatora:

Ana Flávia Ramos

Colaboradores:

Bruno Aurélio
Gabriel Ribeiro Fajardo
Juan Martinez Alvarez
Julio Montoya
Pablo Jaramillo
Viviane Moura Bezerra

Revisores:

Joan Prats & Patricia Pella

Sobre os Documentos de Discussão

Os Documentos de Discussão - PPP Américas 2021 compõem uma série de documentos elaborados na trajetória de preparação da 10ª edição do PPP Américas, o mais importante fórum sobre Parcerias Público-Privadas da América Latina e do Caribe (ALC), organizado a cada dois anos pelo BID.

Para a edição de 2021, foram reunidos 8 grupos de especialistas, profissionais, consultores e acadêmicos envolvidos diretamente no planejamento, identificação, estruturação e gestão de projetos de PPP nos mais diversos países. Os grupos, sob a coordenação de especialistas do BID, debruçaram-se sobre os principais temas da área, a fim de trocar experiências, debater casos de sucesso e lições aprendidas nos projetos que acompanham na região.

Em convocatória aberta em março de 2020, inscreveram-se mais de 200 especialistas, profissionais e acadêmicos da região, para participar na iniciativa. Foram selecionados e colaboraram com a iniciativa mais de 90 pessoas, de mais de 11 nacionalidades diferentes e com ampla atuação nos principais mercados de PPP da ALC.

Cada tema trabalhado nos grupos originou um Documento de Discussão, que reúne as reflexões compartilhadas pelos especialistas em suas discussões conjuntas entre junho de 2020 e abril de 2021. Adicionalmente, em janeiro de 2021, cada grupo de especialistas compartilhou suas reflexões com os demais grupos, fomentando o desenvolvimento de uma conversa mais rica e profunda e aproveitando as sinergias das diferentes áreas.

Essa iniciativa busca contribuir para a consolidação de um ambiente de intercâmbio de experiências e melhores práticas em PPPs na região e tem como propósito principal servir de contribuição para as discussões que vierem a acontecer no PPP Américas 2021 – onde serão propostas soluções em todas as direções.

Gastón Astesiano
Chefe da Equipe PPP do BID
Carolina Lembo
Especialista em PPP do BID
Ana Beatriz A. Araújo
Consultora para o PPP Américas no BID

O Estado como Bom Pagador

A estruturação de garantias e outros instrumentos de pagamento para atração de investimentos de alta qualidade na América Latina e Caribe

Se, por um lado, o objetivo das parcerias público-privadas (PPPs) é oferecer serviços de maior qualidade e melhor custo-benefício à população, por outro, cabe ao Poder Público entender as necessidades de uma parte importante dessa equação: o investidor privado. Investidores buscam retornos sólidos e compatíveis com o seu investimento de longo prazo, mas também confiabilidade de que, uma vez dentro do contrato, o retorno materializar-se-á. Conferir segurança jurídica e um ambiente institucional estável é essencial para a participação sucessiva dos investidores nos certames públicos, possibilitando que estes construam um portfólio de projetos com sinergias positivas entre si. Isso aumenta a concorrência e, por consequência, a possibilidade de resultados mais vantajosos para o próprio governo.

O objetivo deste trabalho é discutir mecanismos para aumentar a confiabilidade dos pagamentos estatais nos contratos de PPPs. Primeiramente, identificamos três “*gates*”, ou componentes, de análise do investidor: (i) quem é o ente contratante; (ii) qual é o desenho contratual proposto e (iii) o qual o comportamento típico do regulador. Em suma, o investidor não-oportunista buscará entes contratantes que sejam maduros e transparentes em suas contratações, recebíveis que sejam críveis e reguladores que respeitem as disposições do contrato de forma objetiva. Caso os pagamentos esperados falhem, o investidor executará as garantias, que devem ser robustas, confiáveis, automáticas e fáceis de serem estruturadas legalmente pelos entes.

Apesar de faltar dados empíricos que comprovem o impacto das garantias no custo de financiamento dos projetos, é razoável pressupor que as garantias diminuem a percepção de risco do projeto pelos financiadores. Entretanto, a limitada capacidade fiscal de entes contratantes para estruturar garantias é um entrave claro para o maior desenvolvimento das PPPs na América Latina. Assim, instrumentos inovadores e criativos são necessários. Algumas das opções existentes são os seguros-garantia, a vinculação de receitas não provenientes do projeto e a utilização de bens públicos, conforme o permitido pelas normas legais de cada país. Este trabalho busca oferecer algumas avenidas e boas práticas para que mais investimentos sejam viáveis na América Latina.

Conteúdo

1. Introdução	11
2. Os “ <i>Gates</i> ” de decisão do investidor	13
2.1. O Ente Contratante	13
Box 1: A encampação da Linha Amarela no Rio de Janeiro	17
2.1.1. Controle fiscal das PPPs na América Latina	19
2.2. O desenho contratual	24
Box 2: O Complexo Penal de Minas Gerais	27
2.3. O comportamento do regulador	30
3. As garantias	33
3.1. Classificação de garantias	33
3.2. Principais tipos de garantia	34
Box 3: O uso do fideicomisso no Peru	37
3.3. Características importantes para maior bancabilidade do projeto	42
Box 4: Avaliando o valor das garantias	43
4. Estruturação de garantias inovadoras em face à restrição fiscal dos governos	44
5. Conclusões	52

Índice de Tabelas

Tabela 1: DGPPN nº 34/2016, de 23 de setembro de 2016	15
Tabela 2: Mecanismos para melhoria de crédito	40
Tabela 3: Modalidades de vinculação ou cessão de receita pública conforme natureza da receita	49

Índice de Figuras

Figura 1 – Estrutura do Documento de Discussão	37
Figura 2 - Fluxo Financeiro do 'Trust' do Estado da Bahia	37
Figura 3 – Fluxos de pagamento no sistema de transporte de São Paulo	47

Acrônimos

ARTESP: Agência de Transporte do Estado de São Paulo (Brasil)

ARO: Antecipação de receitas orçamentárias (Brasil)

BANOBRAS: Banco Nacional de Obras e Serviços Públicos¹ (México)

BANCOMEXT: Banco Nacional de Comércio Exterior (México)

BID: Banco Interamericano de Desenvolvimento

BM: Banco Mundial

BRL: reais brasileiros

CDURP: Companhia de Desenvolvimento Urbano da Região do Porto do Rio Janeiro

CGR: Controladoria Geral da República² (Chile)

DIPRES: Diretoria de Orçamento do Ministério das Finanças³ (Chile)

FDN: Banco de Desenvolvimento Nacional⁴ (Colômbia)

FII: Fundo de Investimento em Infraestrutura

FPE: Fundo de Participação dos Estados (Brasil)

FPM: Fundo de Participação dos Municípios (Brasil)

IFC: International Finance Corporation

IMG: Renda Mínima Garantida⁵ (Chile)

IPCA: Índice Geral de Preços ao Consumidor (Brasil)

IPSAS: Normas Internacionais de Contabilidade do Setor Público⁶

LINDB: Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro (Brasil)

LDO: Lei de Diretrizes Orçamentárias (Brasil)

LOA: Lei Orçamentária Anual (Brasil)

LRF: Lei de Responsabilidade Fiscal (Brasil)

MDB: Banco Multilateral de Desenvolvimento⁷

MIGA: Agência Multilateral de Garantia de Investimentos⁸

PIB: Produto Interno Bruto

PPA: Plano Plurianual (Brasil)

PPS: Projetos de Prestação de Serviços⁹ (Chile)

RCL: Receita Corrente Líquida (Brasil)

SEDAPAL: Serviço de Água Potável e Saneamento de Lima (Peru)¹⁰

STN: Secretaria do Tesouro Nacional (Brasil)

TRM: Taxa Representativa do Mercado¹¹ (Colômbia)

¹ Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos

² Contraloría General de la República

³ Dirección de Presupuestos del Ministerio de Hacienda

⁴ Financiera de Desarrollo Nacional

⁵ Ingreso Mínimo Garantizado

⁶ International Public Sector Accounting Standards

⁷ Multilateral Development Bank

⁸ Multilateral Investment Guarantee Agency

⁹ Proyectos para Prestación de Servicios

¹⁰ Servicio de Agua Potable y Alcantarillado de Lima

¹¹ Tasa Representativa del Mercado (Peso por dólar)



USD: dólares americanos

VLT: Veículo Leve sobre Trilhos

1. Introdução

São inegáveis os benefícios que a adoção das concessões patrocinadas e das parcerias público-privadas¹² trazem ao desenvolvimento da infraestrutura, sobretudo em países em desenvolvimento. Tais institutos, além de possibilitarem que a *expertise* dos parceiros privados seja traduzida em eficiência aos projetos – seja na fase de construção seja na de operação – configuram-se como importante alternativa aos governos para a consecução de investimentos que dificilmente seriam viabilizados apenas com capital público. A estruturação de operações sólidas pelo ente contratante resulta em maior atratividade ao projeto, menor percepção de risco e, por consequência, menores custos de financiamento.

Estruturar uma operação sólida significa desenvolver instrumentos contratuais que confirmam ao parceiro privado garantias ao adimplemento das obrigações pecuniárias assumidas pelo Poder Público. Do ponto de vista do investidor, uma preocupação premente refere-se à capacidade fiscal do ente nacional ou subnacional para cumprir as obrigações de longo prazo celebradas nos seus contratos de concessão. Portanto, o presente grupo propôs-se a pensar o tema, visando a aumentar a chance de sucesso das PPPs latino-americanas. A descrição do Tema no PPP Américas 2021, conforme chamada do BID, é:

“Uma das questões que reduz o Valor por Dinheiro (Value for Money, ou VfM) dos projetos é a percepção de inadimplência por parte dos governos no pagamento de contraprestações em projetos de PPP. O desafio seria encontrar uma solução para reduzir esse risco sem aumentar substantivamente o custo do projeto para o Estado.”

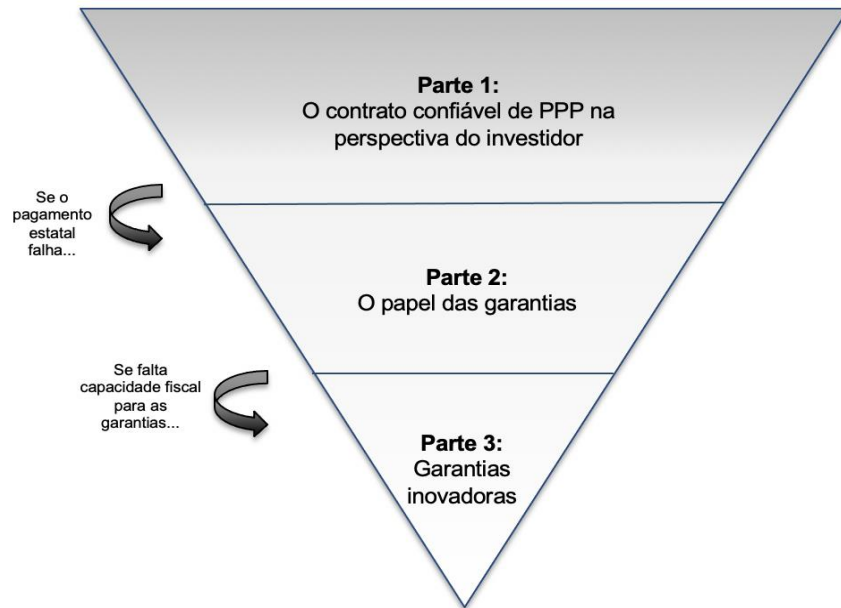
Esse tema para o PPP Américas 2021, chamado “Confiabilidade dos Pagamentos Estatais”, foi então dividido em três Partes ou Desafios, a saber:

- **Desafio 1:** Os “*gates*” de decisão do investidor: o contrato confiável de PPP
- **Desafio 2:** O papel e os tipos de garantias
- **Desafio 3:** As garantias inovadoras frente à capacidade fiscal do Estado

Partindo-se de uma discussão do que seria o bom contrato de PPP do ponto de vista do investidor, na Parte 1 propusemo-nos a realizar uma discussão sobre o arcabouço regulatório, institucional e contratual que desperta o interesse do investidor para participar de um projeto de PPP na América Latina. O *framework* que se utilizou é o de “*gates* de decisão”, ou seja, análises-chave na jornada do investidor que o levam a confiar na estrutura de pagamentos proposta pelo ente contratante.

¹² Neste *paper*, utilizam-se os termos parcerias público-privadas (PPPs) e concessões de maneira intercambiável, entendidas como mecanismo que permite o investimento privado em infraestruturas públicas, seja de natureza econômica ou social, através de “contrato de longo prazo [...] de prestação de bem ou serviço público [...] em que a parte privada assume riscos significativos e responsabilidade de gestão, e a remuneração está ligada ao desempenho” (WB PPP Reference Guide).

- **Figura 1 – Estrutura do Documento de Discussão**



Entretanto, ainda que as bases do contrato de PPP sejam sólidas e apontem para o seu bom andamento, o pagamento estatal pode falhar por diversos motivos. Nesse caso, é importante ter previstas estruturas de garantias que deem lastro ao contrato. A parte 2 do documento discute, conceitualmente, os tipos de garantias e suas características mais importantes. Por fim, analisará também como essas estruturas podem ser benéficas do ponto de vista de financiamento, já que ajudam a diminuir o risco associado ao projeto tanto para os investidores de *equity* quanto de dívida.

Não menos importante, os entes contratantes, tanto no Brasil como em diversos outros países da América Latina, apresentam dificuldades financeiras para aportar recursos às estruturas de garantias. Isso se tornou ainda mais latente após a crise da Covid-19. Dessa forma, o grupo discute estruturas não-tradicionais de garantias, ou seja, que não dependem de aportes significativos do Estado. Exemplos são a securitização de dívidas ou de outros fluxos financeiros que não estejam diretamente relacionados ao projeto de PPP.

2. Os “Gates” de Decisão do Investidor

A estruturação de uma parceria público-privada (PPP), como em qualquer modelo para desenvolvimento de infraestruturas, dá-se mediante o desenvolvimento de procedimentos complexos e com diversas fases. Investidores buscam retornos sólidos e compatíveis com o seu investimento de longo prazo e conferir segurança jurídica é essencial para a participação sucessiva de *players* privados em certames públicos.

Durante a busca por oportunidades de investimento em infraestrutura em parceria com o Poder Público, identificamos três “*gates*”, ou componentes, de decisão do investidor: (i) o ente contratante; (ii) o desenho contratual proposto; e (iii) o comportamento do regulador. Em um primeiro momento, identificamos que o investidor levará em conta o histórico de atuação do ente que está propondo a PPP com relação aos seus contratos passados. Passado o crivo de confiabilidade do ente, a análise volta-se ao contrato e aos mecanismos que garantem a confiabilidade do pagamento. Por fim, o comportamento do regulador do contrato também determinará em grande medida as formas em que o parceiro privado poderá acessar o que lhe é devido.

2.1. O Ente Contratante

O investidor analisa o potencial de concorrência de uma determinada localidade com as tantas outras localidades em que ele pode investir. Assim, ele não percebe um projeto de PPP de forma isolada, mas sim com todos os seus ambientes de contorno. Ao competir com outros mercados emergentes por investimentos, os governos da América Latina precisam oferecer uma estrutura contratual que seja atrativa vis-à-vis outras localidades. Investidores são, de forma geral, aversos a risco e a percepção de risco pode alterar significativamente o retorno exigido pelo investidor. Dessa forma, além de estruturas contratuais atrativas, o bom histórico de cumprimento de contratos por um ente também ajuda a aumentar a base de investidores potenciais para os projetos de PPP; no entanto, alguns entes concedentes na América Latina ainda deixam de cumprir suas obrigações contratuais com muita frequência (entrega de terras, faixas de servidão, realocação de interferências, etc.).

Como primeira fonte de informação para o investidor, principalmente o estrangeiro, estão as agências de classificação de risco. A capacidade de cumprimento e de “*enforcement*” das decisões está encapsulada no *rating* que o país e/ou ente subnacional recebe. É importante lembrar, entretanto, que a classificação de risco do ente nacional impacta diretamente o caso dos entes subnacionais, já que a classificação do último geralmente não pode ser maior que a do primeiro (“*sovereign ceiling rule*”¹³). Neste ponto, entes nacionais e subnacionais devem trabalhar juntos para aprimorar a boa imagem do país para o investidor estrangeiro.

¹³ Até 2001, as principais agências de classificação não classificavam um governo subnacional acima da classificação soberana. Desde 2001, as agências de classificação analisam cada situação individualmente para determinar se certos títulos subnacionais são elegíveis para romper o teto do país (LIU e TAN, 2009).

Isso não significa dizer que entes subnacionais não possam ser criativos e inserir dispositivos contratuais que mitiguem a percepção de risco gerada por políticas nacionais. Um exemplo é o contrato da chamada “Rodovia Centro Oeste Paulista” (e todas as que seguiram a partir daí), firmado entre a ARTESP e a Concessionária Entrevias, e sua tentativa de reduzir o risco cambial (COIMBRA, 2017). No Brasil, a política monetária é de responsabilidade da União e não há nenhuma ingerência dos Estados. Construiu-se então, dentro da figura da outorga variável, um “colchão” de liquidez que incorpora o risco de volatilidade da moeda. A ARTESP assume parte do risco cambial, juntamente com o parceiro privado.

Com base na experiência dos contratos de concessão rodoviária do Estado de São Paulo, o Estado da Bahia, também no Brasil, adotou um mecanismo semelhante nos contratos do VLT e na Ponte Salvador Itaparica, garantindo um valor a partir do qual se compensaria a variação cambial dos contratos de financiamento contratados pelas concessionárias (GOVERNO DO ESTADO DA BAHIA, 2019). A determinação de tal montante foi calculada da seguinte forma: computou-se a variação da inflação segundo o IPCA versus a variação cambial ao longo de um período de 25 anos e observou-se que a longo prazo tais variações tendem a convergir. Entretanto, a partir dos períodos de variações, elaborou-se uma curva normal de distribuição e atribuiu-se um intervalo de confiança de 95%. Os valores que não estavam dentro desse intervalo correspondem ao valor-teto a partir do qual ocorrerá a compensação. Pretendeu-se com isso atrair investidores internacionais ou possibilitar a captação de recursos em moeda estrangeira. De fato, os vencedores da licitação dos dois projetos mencionados são investidores chineses.

Também com o fim de mitigar o risco cambial dos projetos de PPPs em infraestrutura de transporte, a Agência Nacional de Infraestrutura da Colômbia permitiu que os primeiros projetos de rodovias de quarta geração (4G) fossem amparados por receitas futuras em dólares (ALEMÁN et al, 2019). Os proponentes que participaram das licitações da primeira e segunda onda de projetos 4G puderam solicitar que parte da remuneração fosse calculada em dólares se isso estivesse previsto no caderno de encargos. Isso implicou que parte da remuneração fosse calculada com base na taxa de câmbio em vigor no momento do pagamento.

O projeto que foi autorizado a receber o maior percentual de remuneração futura em dólares foi “Santana – Mocoa – Neiva”, com um percentual máximo de 58% da remuneração em dólares. Já o projeto com o maior pedido de remuneração em dólares foi “Villavicencio – Yopal”, no qual a concessionária solicitou que 52,8% do valor da indenização fosse pago em dólares, tendo sido premiado 54%. A tabela DGPPN nº 34/2016 do CONFIS¹⁴, apresentada a seguir, traz mais informações.

¹⁴ Conselho Superior de Política Fiscal, órgão vinculado ao Ministério da Fazenda e Crédito Público, responsável pela direção da Política Fiscal e pela coordenação do Sistema Orçamentário.

• **Tabela 1: DGPPN nº 34/2016, de 23 de setembro de 2016**

Proyectos incluidos en cupo APP Transporte	% Dólares Autorizado	% Dólares Solicitado	Fecha de Referencia TRM Garantizada	TRM Garantizada (Pesos)	Distribución Dólares Aceptada	
Buga - Loboguerrero	0.0%	0.0%	N/A	0.00	N/A	N/A
Zipaquirá - Palenque	0.0%	0.0%	N/A	0.00	N/A	N/A
Ocaña - Gamarra * OLA 1	0.0%	0.0%	N/A	0.00	N/A	N/A
Girardot - Honda - Puerto Salgar OLA 1	34.0%	33.997%	11/04/2014	1,954.08	X	Fecha oferta
Pacífico 1 OLA 1	27.0%	18.41%	15/04/2014	1,945.81	X	Fecha oferta
Pacífico 2 OLA 2	50.0%	50.0%	29/04/2014	1,930.42	X	Fecha oferta
Cartagena - Barranquilla OLA 1	32.0%	31.998%	28/05/2014	1,916.73	X	Fecha oferta
Pacífico 3 OLA 3	49.0%	49.0%	27/05/2014	1,916.73	X	Fecha oferta
Perimetral OLA 1	32.0%	32.0%	30/05/2014	1,915.11	X	Fecha oferta
Conexión Norte OLA 1	37.0%	36.8%	11/09/2014	1,932.69	X	Fecha oferta
Magdalena 2 OLA 1	24.0%	24.0%	16/09/2014	1,949.71	X	Fecha oferta
Mulaló - Loboguerrero OLA 1	31.0%	31.0%	31/10/2014	2,059.15	X	Fecha oferta
Puerta de Hierro - Cruz del Viso OLA 2	0.0%	0.0%	10/01/2017	0.00	N/A	Fecha de cierre financiero
Transversal del Sisga OLA 2	0.0%	0.0%	N/A	0.00	N/A	Fecha de cierre financiero
Villavicencio - Yopal OLA 2	54.0%	52.8%	01/07/2016	2,973.79	Pendiente (No aprobado)	Fecha de cierre financiero
Santana - Mocoa - Neiva OLA 2	58.0%	40.0%	14/09/2016	2,920.76	X	Fecha de cierre financiero
Santander de Quilichao - Popayán OLA 2	51.0%	46.2%	18/08/2016	2,997.48	X	Fecha de cierre financiero
Mar 1 OLA 2	39.0%	39.0%	09/09/2016	2,924.25	X	Fecha de cierre financiero
Barrancabermeja - Bucaramanga OLA 2	51.0%	0.0%	09/09/2016	2,924.25	N/A	Fecha de cierre financiero
Pasto - Rumichaca OLA 2	46.0%	46.0%	21/09/2016	2,918.78	X	Fecha de cierre financiero
Mar 2 OLA 2	42.0%	40.0%	08/12/2016	3,045.13	Pendiente	Fecha de cierre financiero
Bucaramanga - Pamplona OLA 3	0.0%	0.0%	N/A	0.00	N/A	Fecha de cierre financiero
Pamplona - Cúcuta OLA 3	0.0%	0.0%	N/A	0.00	N/A	Fecha de cierre financiero
Rio Magdalena - Cormagdalena	0.0%	0.0%	N/A	0.00	N/A	Fecha de cierre financiero

Fonte: Ministério da Fazenda e Crédito Público da Colômbia; tradução nossa

Após a análise do risco-país, entra em cena a necessidade de o ente contratante prezar por uma cultura de diálogo entre atores públicos e privados, desde a fase de concepção e modelagem dos projetos. Nesse ponto, a existência de um *pipeline* robusto de projetos, processos de licitação transparentes, estruturas legais que definem os trâmites de estruturação das parcerias e mecanismos para recebimento de contribuições do setor privado diferenciam os entes que são mais ou menos abertos ao diálogo. É ainda muito comum encontrar entes que entendem que “nenhum privado pode fazer as ‘vezes’ do Estado”, evitando que consultorias ou que atores privados especializados colaborem com o processo de estruturação, gerando projetos sem atratividade. Por outro lado, a iniciativa privada precisa receber mais incentivos e dispor-se a colaborar, aportando inteligência, conhecimento e visão de mercado para que os projetos sejam gestados de forma a alinhar interesses públicos e privados¹⁵.

O processo seletivo do Metrô de Bogotá em 2018 teve quatro fases que permitiram um maior diálogo entre o setor público e as empresas do setor privado interessadas no processo: (i) manifestação de interesse, (ii) pré-qualificação, (iii) diálogo competitivo e (iv) licitação (METRO DE BOGOTÁ, 2018). Embora por lei apenas fosse necessária a licitação, as fases adicionais criaram espaços importantes que permitiram aos interessados apresentar comentários sobre o caderno de encargos, bem como sobre os componentes técnicos e financeiros do projeto.

Muitos cuidados são necessários durante a estruturação do projeto. Mas, para a boa continuidade do projeto, é necessária uma boa gestão contratual. Durante a execução dos contratos de PPP, quanto maior e melhor for a gestão da Matriz de Risco, bem como das obrigações do setor público e

¹⁵ Sobre ambientes saudáveis de negociação, ver “Getting to Yes: Negotiating Agreement Without Giving” (Fisher, Roger; Ury, William) e “Give or Take” (Grant, Adam).

do setor privado no âmbito do contrato, melhor será a percepção do investidor. Em alguns lugares da América Latina, uma vez que o projeto é contratado, não há células ou unidades setoriais com o devido *know-how* para supervisionar o contrato (compromissos orçamentários, obrigações técnicas a serem cumpridas, relacionamento com outras unidades governamentais, etc.). Nesses casos, é importante a criação de unidades setoriais de acompanhamento dos projetos ou, ao menos, de painéis gerenciais das metas e resultados.

Assim como a dinâmica negocial é desejável no momento da construção dos contratos, o momento de renegociação também requer diálogo (para mais sobre esse ponto, ver o tópico 2.3). O investidor analisará o histórico de renegociações do ente: se os conflitos são resolvidos amigavelmente, quais as estruturas de resolução empregadas e se os entraves acabam por ser submetidos ao Judiciário ou à arbitragem. Infelizmente, a América Latina tem um histórico de poucos desfechos consensuais¹⁶. A consensualidade ainda não é vista como arma para a boa gestão dos contratos de PPP. A lógica belicosa – em que os pleitos são levados em sua grande maioria ao Judiciário ou aos procedimentos arbitrais¹⁷ – afasta o investidor, gerando desconfiança para interações futuras. Isso apenas destaca a importância de se continuar implementando mecanismos alternativos de solução de disputas, mesmo que estejam sempre em constante processo de aprimoramento. Os mecanismos de composição amigável, como os *'dispute boards'*, utilizados na linha 1 do Metrô de Bogotá, e os *'dispute adjudication boards'*, utilizados na concessão do Aeroporto El Dorado são opções menos custosas e mais céleres que podem estar previstos em contrato (DURÁN, 2016), caso permitidos pela legislação do país.

Do ponto de vista do Poder Público, há benefícios implícitos em se levar os pleitos ao Judiciário. A figura do precatório estende o prazo de pagamentos para o Estado. O Estado também é tido como legítimo patrocinador do interesse público. Por outro lado, há ainda parceiros privados que participam de leilões com uma mentalidade passada de “empreitada”, concorrendo com um preço menor para logo depois recorrer à Justiça e pedir aumento de escopo e de valores do contrato. Tanto o público quanto o privado precisam evoluir no sentido da cooperação.

Vale dizer que o comportamento hostil de alguns entes subnacionais específicos também pode prejudicar a imagem de um país como todo. O investidor, muitas vezes, não consegue ver as nuances dentro do país, enxergando-o como um grande bloco para realização de seus investimentos¹⁸. Um exemplo é a encampação (tomada de posse do ativo pelo governo mediante indenização da concessionária) da Linha Amarela do Rio de Janeiro, apresentada no quadro a seguir, que pode afetar a atratividade do Brasil para investimentos em rodovias. O Brasil e a América Latina precisam, mais que nunca, reforçar a imagem de que seus governantes se comportam adequadamente e que uma vez implantada a infraestrutura, não excluirão os parceiros privados injustamente da relação contratual.

¹⁶ Não existe uma base de dados consistente de toda a carteira de projetos de PPPs na América Latina (contratados, em obra, em operação) que nos dê evidência para sustentar essa afirmação, mas esse foi um entendimento comum entre os profissionais de PPP com quem interagimos durante a produção deste *paper*.

¹⁷ Apesar de a arbitragem ser prevista frequentemente nos contratos de PPP, há limitações ao conteúdo das decisões arbitrais. Além disso, essa medida é utilizada quando as possibilidades de negociação bilateral já se esgotaram, sendo necessária a decisão impositiva por um terceiro decisor.

¹⁸ A busca de parceiros locais por investidores ajuda a eliminar os pontos cegos, mas cria outros tipos de risco para o investidor. Em alguns casos, um parceiro local de confiança não está disponível.

Exemplo – A encampação da Linha Amarela no Rio de Janeiro

O termo “encampação”, no jargão jurídico, refere-se à anulação de contrato (de concessão ou de arrendamento) de maneira discricionária pelo Poder Público e sem necessidade de previsão contratual, retornando a administração da via ao poder concedente (MOREIRA, 1979). Em outubro de 2019, a Prefeitura do Rio de Janeiro tomou para si a concessão da Linha Amarela do Rio de Janeiro, via de 17,4 quilômetros que liga a Barra da Tijuca ao centro e ao Aeroporto Internacional do Galeão. De acordo com a Prefeitura, a concessionária Lamsa, que administra a rodovia desde 1997, obteve benefícios não previstos em contrato dado o número adicional de veículos que passaram por suas cancelas (CALLEGARI et al, 2019).

O caso ainda está em disputa e, portanto, o mérito dos argumentos de cada uma das partes deve ficar mais claro ao final do processo; entretanto o contrato de concessão da Linha Amarela do Rio de Janeiro é um exemplo de como decisões relacionadas a entes subnacionais específicos podem impactar a percepção de risco de outros entes subnacionais e do país como eventual destino de investimentos. No Brasil, há duas hipóteses para se extinguir uma concessão de serviços públicos de forma unilateral e antecipada: a caducidade e a encampação. Como explicado por Barcelos (2020), na primeira delas, o ente concedente apura e demonstra, em procedimento no qual se assegure a ampla defesa e o contraditório, que o concessionário deixou de honrar com suas obrigações. Na segunda, por razões de interesse público, com a correspondente autorização legislativa e mediante o pagamento de indenização prévia, o ente concedente interrompe o vínculo contratual, passando a assumir para si a prestação dos serviços.

Dois dias após anunciar a encampação, o Prefeito do Rio de Janeiro ordenou que retroescavadeiras derrubassem as cancelas de pedágio (CALLEGARI et al, 2019). A Justiça retornou a concessão para as mãos da concessionária Lamsa, dado que não havia autorização legislativa para o ato da Prefeitura. Em novembro do mesmo ano, a Câmara dos Vereadores promulgou uma lei municipal autorizando a encampação (Lei Complementar Municipal 213/2019). Na lei, a indenização fica considerada paga, devido aos prejuízos apurados pelo Executivo, Legislativo e Tribunal de Contas municipais. Entretanto, a prefeitura do Rio não havia esclarecido ainda como seria a caução dada em garantia para o caso de a Justiça decidir que a Lamsa teria direito à indenização pelos investimentos realizados.

Até este caso, esperava-se que o Judiciário continuasse atuando conforme decisões prévias, no sentido de que fossem cumpridas as exigências legais para que a encampação seguisse adiante. De fato, a Justiça do Rio concedeu liminares suspendendo a encampação. Mas o julgamento da suspensão da liminar SLS nº 2.792, no âmbito do Superior Tribunal de Justiça, foi uma relativa surpresa: o Ministro Presidente da Corte chancelou o ato de encampação do contrato, indicando que o contrato de concessão não mais equivale ao que foi estabelecido no edital de licitação. Recentemente, o ministro Luiz Fux, do Supremo Tribunal Federal (STF), suspendeu a encampação da Linha Amarela pela Prefeitura do Rio de Janeiro e determinou a realização de audiência de conciliação entre as partes (ROSAS, 2021).

A preocupação deixada por esse exemplo deve-se ao fato de gerar um precedente de incumprimento contratual, ou seja, em que não houve legitimação de procedimentos tratados em contrato. Agrava-se o fato de a decisão ter chegado às esferas federais. Esperamos que as barreiras legais existentes contra a expropriação de ativos no Brasil e na América Latina continuem funcionando adequadamente, já que, indiretamente, apontam também para a confiabilidade das cláusulas de pagamento e do contrato como um todo.

Por fim, a avaliação do risco do ente contratante passa pela capacidade fiscal do ente nacional ou subnacional para cumprir as obrigações de longo prazo celebradas nos contratos de parcerias público-privadas. Para o investidor, torna-se essencial analisar o arcabouço legal e institucional de cada país no que concerne à contabilização e ao controle das obrigações assumidas nos contratos de longo prazo.

De acordo com o estudo apresentado por Berger e Sánchez (2018) na V Conferência Focal 2018, alguns dos países mais ativos em PPPs na América Latina (Brasil, Chile, Colômbia, Peru) estão avançados no uso das normas contábeis IPSAS (*“International Public Sector Accounting Standards”*) para o registro de suas obrigações associadas a contratos de PPP. No estudo realizado, esses quatro países implementaram ou estão em processo de implementação de normas contábeis de acordo com as normas internacionais com alto grau de adesão (nível relativamente baixo de adequação ou ajustes). No box abaixo, exploramos como a legislação de alguns países latino-americanos tratam os aspectos fiscal e contábil dos contratos de PPP.

Conforme análise feita por Vieira (2016), o fenômeno da “desorçamentação” é o maior risco do ponto de vista das contas públicas, definida como a “subtração do que deveria constar na proposta do Orçamento do Estado”. Em outras palavras, a “desorçamentação” é a “omissão de despesas, através da criação de entidades, como empresas públicas, fundações e outras, ou da realização de contratos de PPP que ficam fora do Orçamento do Estado”. Esse fenômeno foi observado de forma contundente em Portugal, onde a “desorçamentação” foi o instrumento utilizado para “organizar” as contas públicas diante das exigências de endividamento dos organismos europeus. Vieira (2016) é enfático ao afirmar que, na verdade, o caso português prima mais pela criatividade do que pela honestidade.

Nossa recomendação é que, se a reputação do ente nacional é a porta de entrada para os investimentos estrangeiros, a nível subnacional confiança deve ser a palavra de ordem. Investidores ao redor do mundo estão olhando para países emergentes, em busca de projetos novos, com capital intensivo e retornos financeiros consistentes. Investidores são aversos a risco e custos de transação elevados elevarão, de uma forma ou de outra, o custo do serviço, caso concessionado, para a Administração Pública.

2.1.1. Controle fiscal das PPPs na América Latina

O caso brasileiro

A Lei de Responsabilidade Fiscal – LRF, ou Lei Complementar nº 101 (BRASIL, 2000), contém uma série de disposições sobre como União, Estados e Municípios devem controlar suas finanças, prezando pelo equilíbrio financeiro e sustentabilidade. Com a sua implementação, a Lei trouxe uma nova dinâmica na gestão financeira e fiscal dos entes federativos. O limite de gastos e de endividamento é estabelecido a partir do montante de tributos arrecadados por cada ente. Segundo a Secretaria do Tesouro Nacional, a LRF foi inspirada em modelos que se mostraram eficientes na administração transparente das contas públicas, como o dos Estados Unidos e da Nova Zelândia (STN, 2020).

A LRF exige a apresentação da estimativa do impacto orçamentário-financeiro nos exercícios em que deva vigorar o contrato de PPP, em face da imposição do art. 16, inc. I. Entretanto, a LRF não se mostrou suficiente para registrar os compromissos com as PPPs de forma clara e transparente. A Lei nº 11.079/2004, a chamada Lei das PPPs (BRASIL, 2004) trouxe então no seu bojo essa preocupação. A Lei busca mitigar dois riscos principais. O primeiro é o comprometimento irresponsável de recursos públicos futuros, seja pela assunção de compromissos impagáveis, seja pela escolha de projetos não prioritários. Essa preocupação com o comprometimento futuro de receitas decorre da lógica do modelo de contratação. Os contratos podem, nos termos do art. 5º, inciso I, da Lei 11.079/04, chegar a 35 anos.

O principal controle é o limite de 5% do total de dispêndios nessa forma de contratação em relação à Receita Corrente Líquida (RCL) do respectivo ente. Restringe-se, assim, a criação de novas despesas que se referem a pagamento de contraprestação pública pelos entes contratantes. A Lei das PPPs (BRASIL, 2004) faz ainda rígidas exigências de responsabilidade fiscal (artigo 4º, IV e artigos 10, 22 e 28) e delega à STN o poder de fiscalizar os entes subnacionais, que são obrigados a apresentar relatórios relativos às “despesas de caráter continuado” derivadas do conjunto¹⁹.

O segundo risco é o de, por pressa ou incapacidade técnica, a Administração comprometer-se com contratações de longo prazo mal planejadas e estruturadas. Negócios dessa espécie são muito complexos, pelo número de variáveis envolvidas (determinação do objeto, identificação dos riscos e sua atribuição às partes, escolha de critérios de avaliação, etc.) e pelos desarranjos

¹⁹ A Portaria STN nº 614/2006 definia os parâmetros pelos quais a parcela dos gastos com PPP é contabilizada para fins de endividamento, e afirmava que “os entes públicos deverão provisionar e constar em seus balanços, na forma deste artigo, os valores dos riscos assumidos em decorrência de garantias concedidas ao parceiro privado ou em seu benefício”. Por fim, a norma indicava a necessidade de registro dos ativos e passivos contingentes. Ao longo do tempo, no entanto, as normas do Manual de Contabilidade Aplicada ao Setor Público – MCASP entraram em conflito com o disposto na Portaria STN nº 614, quando o MCASP passou a seguir os parâmetros da IPSAS 32. De maneira prática, as PPPs atualmente não afetam a “dívida pública consolidada” e, portanto, não estão limitadas pelos controles de endividamento da Lei de Responsabilidade Fiscal. As PPP estão limitadas agora tão-somente pelo parâmetro de 1% ou 5% da Receita Corrente Líquida, conforme previsão, respectivamente, nos arts. 22 e 28 da Lei Federal de PPP. Para mais informações, visite <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/manual-de-contabilidade-aplicada-ao-setor-publico-mcasp/2019/26>.

que podem ocorrer no curso do tempo. A Lei de PPPs impõe o debate público prévio dos projetos (artigo 10, VI) e cria um órgão gestor centralizado para definir as prioridades e avaliar as possibilidades econômico-financeiras para as contratações federais, bem como para acompanhar sua execução (artigos 14 e 15). No art. 4º, a Lei requer ainda que, ao se considerar um contrato de PPP versus um contrato administrativo comum, deve-se fazer comparação dos ônus e vantagens de cada um, a partir de elementos sólidos.

A limitação estabelecida ainda pelo art. 28 da mesma Lei tem o objetivo de evitar que as PPPs sejam utilizadas como um instrumento de ocultação de endividamento público. Tal preocupação decorre, em grande parte, do fato de que os contratos de PPP não são, em regra, classificados como operações de crédito (dívida). Essa característica afasta comandos previstos na Lei de Responsabilidade Fiscal (artigos 30 e 32, inciso III) e em resoluções editadas pelo Senado Federal, que estabelecem limites de endividamento público (em especial as Resoluções 40 e 43).

Por se tratar de projetos de longo prazo, nenhum projeto de PPP poderá ser implementado sem prévia inclusão no Plano Plurianual (PPA) e na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO). Esses são os instrumentos orçamentários de curto e médio prazo disponíveis no Brasil. As despesas projetadas para o exercício seguinte deverão também ser provisionadas por dotações orçamentárias específicas previstas na Lei de Orçamento Anual (LOA). Ao Poder Legislativo compete aprovar o PPA, a LDO e a LOA, o que não deixa de ser uma forma de controle dos programas de PPP.

Além disso, os estudos fiscais necessários a qualquer contratação de PPP devem demonstrar que as despesas criadas ou aumentadas não afetarão as metas de resultados fiscais previstas na LDO. Caso haja efeitos financeiros nos períodos seguintes, esses devem ser compensados pelo aumento permanente de receita ou pela redução permanente de despesa.

Por fim, vale uma consideração contábil. Para efeitos de verificação dos limites de dispêndios com as PPPs, todas as despesas executadas, sejam correntes ou de capital, são consideradas despesas de caráter continuado. Outro conceito relevante refere-se aos Passivos Contingentes, que estão intrinsecamente ligados aos riscos assumidos dentro do contrato de PPP. Segundo o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC, 2009), esses são definidos como:

- (a) uma obrigação possível que resulta de eventos passados e cuja existência será confirmada apenas pela ocorrência ou não de um ou mais eventos futuros incertos, não completamente sob o controle da entidade; ou
- (b) uma obrigação presente que decorre de eventos passados, mas não é reconhecida porque:
 - (i) é improvável que a saída de recursos que incorporam benefícios econômicos ou potencial de serviços seja exigida para liquidar a obrigação; ou
 - (ii) o valor da obrigação não pode ser mensurado com suficiente confiabilidade.

Na hipótese de materialização do risco, reconhece-se a respectiva obrigação de pagar. O valor é, então, baixado da conta de provisão e passa a ser computado no cálculo do comprometimento da RCL. Por outro lado, caso ele não se materialize, reverte-se à conta de provisão.

O caso colombiano

Na Colômbia, o sistema de contabilidade pública também disciplina o tratamento contábil das obrigações assumidas nos contratos de longo prazo e dos passivos contingentes. O Plano Geral de Contabilidade Pública foi desenvolvido com o objetivo de permitir a adoção de políticas para a gestão eficiente da despesa pública, orientada para o cumprimento das metas fiscais e objetivos do Estado. No contexto do Plano Geral de Contabilidade Pública, os recursos financeiros futuros deverão ser considerados para os exercícios seguintes, de forma que venham a incorporar o orçamento quando da materialização desses compromissos (MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO, 2010). É dizer, os desembolsos futuros são incorporados nos orçamentos anuais subsequentes ao do contrato celebrado, de forma a assegurar os recursos necessários para a implementação de projetos especiais. Dessa forma, esse sistema de contas fornece informações sobre os macroprojetos em execução com um horizonte de execução de longo prazo.

Para manter um controle mais efetivo há a necessidade de o setor ou órgão público responsável pelo contrato atualizar tais compromissos anualmente (por exemplo, como consequência de alterações contratuais). Os órgãos do Estado também devem avaliar os passivos contingentes associados ao projeto, o qual é posteriormente aprovado pelo Ministério das Finanças e Crédito Público. Com base nessa avaliação, é estabelecido o valor das contribuições que devem ser feitas ao fundo de contingência do Estado, cujo objetivo é ter o valor dos possíveis passivos contingentes de cada projeto coberto antecipadamente. Com isso, entende-se que é assegurado aos investidores privados certa segurança jurídica e que há um controle eficiente nas finanças públicas, ajudando a mitigar o risco de não pagamento dos compromissos assumidos.

O caso chileno

No caso do Chile, os compromissos financeiros de longo prazo decorrentes da concessão de obras públicas, sejam contingentes ou não contingentes, são contabilizados fora do balanço. Mas segundo preconiza a própria Constituição (artigo 63, número 8), originar compromissos financeiros decorrentes do sistema de concessões exige a edição de lei específica, caso haja comprometimento de recursos estatais.

Buscando estar em acordo com a disposição constitucional, a Lei de Concessões (CHILE, 2010) estabeleceu que fatores como "subsídios estatais ao ofertante" e "renda garantida pelo Estado" fazem parte do regime econômico da concessão e podem estar contemplados nas bases da licitação. Dessa forma, pagamentos diretos estatais e a Renda Mínima Garantida ("*Ingreso Mínimo Garantizado - IMG*") ficam legalmente autorizados a integrar os contratos de concessão. A lei estipula ainda que, no caso de a concessionária ter direito a uma compensação financeira, devido a um aumento nos níveis de serviços originalmente pactuados ou por outras

razões de interesse público, essa compensação poderá ser expressa na forma de subsídios entregues pelo Estado (MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO, 2010).

Embora a Lei de Concessões não forneça detalhes dos tipos de compromissos que o Estado adquire com as concessionárias, é possível derivar dessa norma e dos instrumentos que a Diretoria de Orçamento (DIPRES) do Ministério das Finanças utiliza para seu acompanhamento a seguinte tipologia de compromissos:

- Subsídios ou pagamentos comprometidos pelo Estado às empresas concessionárias nos respectivos contratos de concessão;
- Compromissos de pagamento do Tesouro às empresas concessionárias decorrentes de modificações nos contratos de concessão; tais renegociações de contratos são conhecidas como “Acordos Complementares”;
- Passivos contingentes e
- Renda Mínima Garantida (IMG).

Em relação à Renda Mínima Garantida, é feita uma estimativa do seu valor presente e, conforme mencionamos no início, não está registrada na contabilidade geral do país. No entanto, essa falta de informação no sistema contábil foi gradualmente sanada com o desenvolvimento de metodologias para estimar o valor esperado a ser pago. O pagamento do IMG dependerá principalmente do comportamento da demanda, situação que não pode ser determinada com antecedência, constituindo assim um passivo contingente (MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO, 2010).

As instruções da Controladoria Geral da República (CGR) para o tratamento de investimentos indicam que: “Os fatos econômicos relacionados aos custos em projetos e programas, destinados à formação de bens nacionais para uso público, são contabilizados como ativos durante o período de sua execução” (CONTROLADORIA GERAL DA REPÚBLICA, 2015). Esses desembolsos são registrados no balanço patrimonial como despesas de capital enquanto o trabalho não está concluído e, no final do projeto, o valor deles não será registrado no ativo. Mas esse procedimento é aplicado a obras públicas financiadas com orçamento fiscal; não existem indicações específicas no caso de projetos concessionados.

Em resumo, no Chile não existe um mecanismo que permita contabilizar o valor e os ativos constituídos como ativos nacionais de uso público, que incluem obras públicas concessionadas e não concessionadas (MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO, 2010). A contabilização de certos passivos é realizada fora do balanço patrimonial (não são contabilizados como dívida nos sistemas contábeis da Nação) e é reportada em um nível muito agregado no “Relatório de Finanças Públicas”, com o objetivo de apoiar a apresentação do Projeto de Lei Orçamentária. Portanto, a execução de infraestrutura através do mecanismo de concessão mantém o balanço inalterado. Mesmo não ocorrendo o registro contábil, há outros mecanismos que permitem que se quantifique os impactos fiscais dos compromissos assumidos.

O caso mexicano

No México, a regulamentação legal dos Projetos de Prestação de Serviços (PPS) deu-se devido à restrição orçamentária enfrentada pelas entidades da Administração Pública Federal, para as quais a participação dos setores social e privado foi essencial para fazer uso eficiente dos gastos públicos federais. O PPS é definido como contrato de prestação de serviços de longo prazo, realizado entre uma agência ou entidade da Administração Federal e um investidor fornecedor, por meio do qual é estabelecida a obrigação do investidor fornecedor de fornecer um ou mais serviços, inclusive com a realização de investimentos (CENTRO DE ESTUDIOS DE LAS FINANZAS PÚBLICAS, 2007).

Para ser considerado como tal, o PPS deve atender ao seguinte:

- Realizar-se através de um contrato de serviço de longo prazo e qualquer outro ato legal necessário para realizá-lo;
- Os serviços contratados devem permitir que a agência ou entidade contratante cumpra melhor os objetivos institucionais a ele atribuídos;
- A prestação desses serviços deve ser feita com os ativos que o investidor fornecedor constrói ou fornece, com base no que é exigido pela respectiva agência ou entidade e de acordo com o contrato (MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO, 2010).

As agências e entidades devem especificar os serviços que pretendem receber por meio da execução de um projeto de PPS, excluindo os serviços públicos que, de acordo com a lei, devem ser prestados exclusivamente pelo setor público. Antes da contratação, a agência ou entidade que pretende executar projetos de PPS deve ter autorização do Ministério das Finanças e Crédito Público, que determinará se o projeto de PPS é uma maneira conveniente de obter os serviços exigidos pela agência ou entidade que pediu a autorização. Essa determinação se baseia na análise de um estudo de custo-benefício e no impacto das obrigações de pagamento nas finanças públicas.

Em relação aos pagamentos efetuados nos termos do contrato, as regras estabelecem que agências e entidades não devem efetuar nenhum pagamento ao investidor fornecedor antes de receber os serviços objeto do contrato, salvo, excepcionalmente, em condições estabelecidas no respectivo contrato. Os pagamentos efetuados como contrapartida aos serviços recebidos são registrados como despesa corrente. Os pagamentos que as agências ou entidades efetuam para realizar essa aquisição devem ser cobertos por seus respectivos orçamentos autorizados para o exercício fiscal correspondente e, em nenhum caso, o contrato terá como objetivo principal a aquisição de ativos.

O projeto do Orçamento de Despesas da Federação deve mencionar especialmente os compromissos contingentes derivados de contratos de serviço de longo prazo, incluindo as obrigações de pagamento anual assumidas (VASSALO MAGRO, 2015). O Ministério das Finanças pode emitir ainda, no âmbito de sua competência, disposições específicas relacionadas ao tratamento contábil e orçamentário do pagamento da contrapartida em favor do investidor

fornecedor. Em relação aos ativos, no caso de pertencer ao contratante ou arrendado por ele a um terceiro, que não seja a entidade ou entidade contratante, o contrato pode estabelecer as condições em que esse ativo se reverterá ao ente público.

2.2. O desenho contratual

Passada a análise de quem é o ente contratante a propor a PPP, o investidor analisará o desenho contratual proposto. Dentro deste tema, exploramos quatro pontos principais que podem afetar, em maior ou menor medida, a confiabilidade dos pagamentos estatais sob a ótica do investidor: (i) as cláusulas de pagamento, (ii) o sistema de mensuração de desempenho, (iii) os mecanismos de reequilíbrio econômico-financeiro; e (iv) as cláusulas de saída. Daremos aqui especial atenção às cláusulas de pagamento, que possuem relação direta com os fluxos financeiros esperados do projeto.

Cláusulas de pagamento

Um dos pontos mais sensíveis do projeto são os fluxos de pagamentos. Os concessionários estão especialmente preocupados com o montante de recursos que devem receber, como serão recebidos e quem são os intermediários dos pagamentos. O maior risco é, sem dúvida, o inadimplemento por parte do Poder Público. No Brasil, a permissividade para o inadimplemento se reflete na própria Lei Geral das Licitações (Lei nº 8666/1993): a Lei concede ao ente contratante um prazo de até 90 dias para realizar o pagamento, prazo que ainda pode se estender a depender de trâmites burocráticos (empenhar, liquidar, pagar) e da eficiência de cada ente. A previsão de prazo para cumprimento das obrigações é entendida, muitas vezes, como meramente ritualística.

Essa característica da relação público-privada, a de atraso nos pagamentos, é recorrente. No Brasil, em um levantamento da Confederação Nacional de Municípios com 4258 municípios em 2018, 50,2% admitiu atraso no pagamento a fornecedores (LIMA, 2018). A mesma tendência é observada nos demais países da América Latina. Em alguns casos, pequenos atrasos são tidos como normais e não são pagos com as devidas multas por atraso ou inadimplemento; portanto, contratos com cronogramas claros e que concatenem o período de prestação do serviço, o período de mensuração do desempenho e o período de ajustes e pagamentos são importantes para garantir a regularidade do fluxo de caixa do parceiro privado. Por fim, restrições legais, como o fato de os bens públicos serem inalienáveis e a própria figura do precatório (a necessidade de se seguir uma ordem cronológica para pagamento dos transitados em julgado) dificultam a credibilidade do pagamento público.

Uma das saídas para diminuir tal percepção de risco do investidor é a construção de fluxos de pagamentos independentes da Administração Pública. Em se tratando dos fluxos ordinários ou habituais, os pagamentos via usuário são uma opção muito comum, pois o histórico de inadimplemento é previsível e os riscos de evasão podem ser mensurados. No limite, o serviço

pode ser negado a determinado usuário a partir de seu não-pagamento. Um exemplo é o bloqueio da cancela nas praças de pedágio de uma rodovia para compelir determinado usuário a pagar.

Mas ainda que o pagamento seja realizado via usuário, o risco de não-pagamento aumenta caso o responsável por recolher a receita seja diferente do prestador do serviço. Em sistemas de transporte e mobilidade urbana, é muito comum haver um operador da arrecadação e vários concessionários contratados que receberão conforme sua participação no sistema. Observam-se também riscos de interface, em que diferentes mecanismos de arrecadação são utilizados em diferentes contratos do portfólio do concessionário. Um exemplo em sistemas de transporte são as cobranças automáticas, disponíveis em algumas rodovias, mas não em outras.

Entretanto, quando nem todos os fluxos de receita são provenientes dos usuários, estabelece-se o aporte de recursos pelo ente contratante. É o caso de infraestruturas sociais, tais como hospitais e parques. Ainda para esses casos, há mecanismos que garantem maior confiabilidade ao pagamento. Exemplos são a constituição de um agente neutro com autonomia para fazer os pagamentos seguindo um “*cash waterfall*” ou a criação de contas vinculadas, em que os recursos para pagamento do contrato são depositados em uma conta especial e automaticamente transferidos ao privado quando lhe é devido.

De maneira geral, identificamos quatro características importantes para o sistema de pagamento de forma a aumentar a confiabilidade do contrato para os investidores:

- **Previsível:** permite aos investidores mensurar o risco de liquidez associado a inadimplências;
- **Pré-aprovado:** os pagamentos do Estado devem ser estruturados de forma a evitar a necessidade de aprovações adicionais que envolvam risco político;
- **Alcançável pelos financiadores:** credores devem ter capacidade de penhora ou relativa facilidade de toma de posse e exercício de seus direitos, incluindo a tomada do controle parcial de contas e a possibilidade de instruir uso para recursos de contas específicas, sem necessidade de acelerar as operações de crédito ou aprovações por entidades de controle²⁰;
- **Indenizável:** no caso de atraso nos pagamentos, deve haver a compensação para o parceiro privado, conforme estabelecido em contrato, além de proteções relativas à reclamação constitucional²¹ e anulação de laudos arbitrais, por exemplo.

A estrutura da parte variável da remuneração também pode aumentar a percepção de risco dos potenciais concessionários. No sistema de pagamento das estradas na Colômbia, por exemplo,

²⁰ Ainda sobre os direitos dos financiadores, apesar de o “*step-in*” ser uma possibilidade, ela é entendida no mercado como ineficiente, já que a operação da PPP não é atividade-fim do financiador. Os financiadores precisam ser também interlocutores importantes do contrato. A exemplo, ver PPPs no Uruguai, onde o “*financial closing*” é realizado após o leilão. Caso o primeiro não logre o financiamento, passa-se o contrato ao segundo vencedor.

²¹ Em espanhol, também chamado de “*tutela contra setencias judiciales*”, que se refere a um instrumento excepcional, dirigido a enfrentar aquelas situações em que a decisão do juiz incorre em vícios graves, de relevância constitucional, que tornam a decisão incompatível com a Constituição.

as receitas são compostas pelo pedágio, por aportes diretos do ente contratante e um “*top-up*” (complementação) de receita caso a remuneração mínima não tenha sido atingida. Quando a arrecadação efetiva é menor que a arrecadação estipulada, o pagamento adicional pode acontecer via prolongamento do período de concessão, aumento da tarifa ou pagamento direto através do orçamento nacional (LIZANA, 2002), mas em geral aumentando o risco de liquidez do concessionário devido ao espaço de tempo entre a prestação do serviço e o recebimento.

Já os pagamentos extraordinários do contrato possuem risco de provisionamento, relacionado à orçamentação do ente contratante. Não é algo relacionado ao contrato em si, mas ao arcabouço institucional de onde o contrato é realizado. Apesar do relativo bom provisionamento dos pagamentos ordinários na América Latina (ver Box: Controle Fiscal das PPPs na América Latina), corre-se maior risco de inadimplência no caso de eventos imprevistos. Em meio à pandemia da Covid-19, por exemplo, observaram-se respostas emocionais em muitos países latino-americanos, como a suspensão de pedágios em rodovias concessionadas no Peru através da Lei n. 31.018/2020 (PERU, 2020). Tem-se a percepção de que isso danifica a bancabilidade futura dos projetos. A maior participação dos entes contratantes em tratados internacionais de investimento é uma forma de permitir que concessionários locais se sintam mais protegidos para tais momentos.

Sistemas de mensuração de desempenho

Em contratos de concessão e PPP, as obrigações de desempenho adquirem grande relevância, pois a busca pela maior eficiência na execução do contrato relaciona-se com a transferência de autonomia ao concessionário para a escolha e gestão dos meios com vistas à produção dos resultados esperados. Ao estabelecer os níveis e padrões de atendimento, atrelando-os à remuneração do concessionário, o contrato cria uma sistemática de remuneração por desempenho capaz de gerar eficiências à contratação. O concessionário tenderá a buscar os melhores resultados pelo menor custo possível.

Sem dúvida, o principal estímulo para a manutenção da qualidade da prestação dos serviços está na vinculação do pagamento da contraprestação pública a uma parcela variável atrelada aos níveis de desempenho e qualidade. Isso é notadamente importante naqueles contratos em que a única fonte de receita da concessionária é o valor recebido do poder concedente. Nesse sentido, é importante ter em mente que o percentual máximo do desconto não deve comprometer o índice de cobertura da dívida nem a qualidade do serviço prestado.

Outro ponto de atenção que pode impactar a remuneração da concessionária se refere à aderência dos indicadores de desempenho e do sistema de mensuração, ou seja, se o contrato consegue ser objetivamente baseado em desempenho ou se há espaço para a subjetividade do agente público. Isso não significa dizer que sistemas objetivos de mensuração são sempre efetivos. O ponto ótimo entre qualidade e quantidade de indicadores, entre foco em atividades processuais ou atividades finalísticas, é um balanço difícil de ser encontrado. Por isso, é importante que os países tenham a cultura de adoção de boas práticas de projetos anteriores e de avaliação do desempenho dos projetos ao longo de sua vida útil. Um caso interessante de ser analisado é o Complexo Penal em Minas Gerais, em que a tentativa de ter um sistema robusto de medição criou complexidades que dificultam o pagamento.

Para controle do escopo contratual, é necessário avaliar a eficiência, desempenho e alcance de metas do concessionário. Isso exige, muitas vezes, análise técnica multidisciplinar, especializada e acurada. Nesse contexto se insere o trabalho dos Verificadores Independentes, que auxiliam na atividade fiscalizatória, uma função estatal indelegável. Além do caráter precipuamente técnico dessas consultorias, a neutralidade e imparcialidade desejadas no trabalho do Verificador Independente podem funcionar como barreira à utilização política do sistema de mensuração de desempenho.

A gestão da performance é o aspecto que mais reflete a importância do trabalho dos Verificadores Independentes. Dada a complexidade dos contratos de concessão e PPPs, com inúmeras especificidades, um consultor independente especializado possui melhores condições técnicas de apurar os indicadores contratualmente estabelecidos para medição da qualidade dos serviços, identificar fatores de dedução e/ou penalidades e realizar os cálculos da contraprestação devida pelo Poder Concedente (MARQUES, 2019). É também na seara da gestão da performance que se insere a gestão de riscos, o contínuo monitoramento da matriz contratual pelo Verificador Independente e a realização de revisões periódicas para manter a eficiência contratual desejada.

O Complexo Penal de Minas Gerais

Em 2009, o Governo de Minas Gerais realizou a licitação e firmou um contrato de PPP com o Consórcio Gestores Prisionais Associados S.A. (GPA) com o objetivo de construir e gerir o primeiro presídio de gestão compartilhada do Brasil. A concessionária vencedora é um agrupamento formado por cinco empresas: CCI Construções S.A, Construtora Augusto Velloso S.A., Empresa Tejofran de Saneamento e Serviços, N.F. Motta Construções e Comércio e o Instituto Nacional de Administração Prisional - Inap. O consórcio assumiu o compromisso de construir a infraestrutura da penitenciária desde a sua fundação e geri-lo pelo período de 27 anos, podendo ainda renovar por mais cinco anos (NAVES, 2009).

O contrato do Complexo Penitenciário PPP é considerado emblemático. Por se tratar de um tema bastante complexo, o contrato teve muitas mudanças ao longo de sua execução e houve a necessidade de criar-se um dicionário de conceitos para que as interpretações de suas informações fossem realizadas de forma única por todos os parceiros (CORREA e CORSI, 2014). O projeto é considerado uma espécie de laboratório para todos os envolvidos e, dessa forma, o consórcio GPA e o Estado de Minas Gerais encontram-se em uma curva de aprendizagem jurídica e operacional.

Como o custo por preso na PPP é mais caro do que nas cadeias tradicionais de Minas Gerais, o investimento estatal precisou ser justificado pela garantia de qualidade do serviço prestado pelo Consórcio GPA. Dessa forma, o contrato prevê indicadores de desempenho que mensuram quantitativamente o nível de competência dos processos e da infraestrutura da concessionária. Os indicadores são verificados por um verificador independente, a Accenture,

que foi contratada pelo Estado. O verificador efetua um trabalho quase diário da infraestrutura do Complexo Penitenciário, realizando registros quantitativos e qualitativos de cada um dos 380 indicadores de desempenho. Além disso, calcula o valor das contraprestações pagas pelo Estado ao Consórcio e dá auxílio na resolução de possíveis conflitos e na revisão das metas dos indicadores de desempenho do projeto.

Entretanto, a complexidade dos indicadores gera entraves burocráticos e potenciais atrasos nos pagamentos todos os meses. Por ser um contrato pioneiro, ele veio com a necessidade de se controlar o máximo possível: como resultado, há demasiado foco nas variáveis-meio, como o tipo de lençol utilizado ou quantas vezes ele será trocado, se comparado a variáveis-fim. As notas são atribuídas e um relatório mensal com uma análise crítica para revisões é apresentado ao Governo e ao Grupo GPA. A concessionária, que também possui suas verificações próprias, discute possíveis divergências entre ambas as apurações, já que o resultado pode se traduzir em possíveis descontos no pagamento do público ao privado. Apesar de haver iniciativas de revisão dos indicadores de desempenho, ainda não foi possível construir um novo conjunto de indicadores que o Estado e o parceiro privado consideram ideal.

Apesar da verificação independente já ser uma norma bastante utilizada na Administração Pública, em alguns casos é utilizada apenas para apuração. Nesse caso, a análise dos resultados para a determinação do pagamento continua com o ente contratante. Em nossa observação, entretanto, quanto menor for a influência do Poder Público nos fluxos de pagamento, mais confiáveis parecerão estes para o investidor. De preferência, o verificador deve ser quem emite o relatório de análise, que será revisado e embasará o pagamento pelo ente contratante. Os resultados podem ser contestados pelas partes em prazo determinado, e se em desacordo, um comitê técnico pode ser criado para dirimir eventuais discordâncias.

Vale ainda dizer que os indicadores de desempenho não são a única forma de induzir eficiência ao contrato. Receitas acessórias e percentual de compartilhamento de ganhos são alguns outros mecanismos que podem ser adicionados. Usualmente, as receitas acessórias são definidas como um percentual das receitas totais, de acordo com *benchmarks* nacionais e internacionais do setor, e ponderadas por características locais (por exemplo, poder aquisitivo da população). Caso as receitas acessórias sejam superiores ao percentual previsto no modelo financeiro do projeto, a parcela adicional é em geral compartilhada entre o parceiro privado e o ente concedente, ou usada para modicidade tarifária. No Metrô de São Paulo, por exemplo, as receitas acessórias tendem a ser previstas como 6% das receitas totais. Já a Companhia Paulista de Trens Metropolitanos implementou recentemente uma forma inovadora de otimizar as receitas acessórias do seu sistema de transporte: deixou de comercializar diretamente seus espaços publicitários e transferiu-os a um parceiro privado qualificado. A concessão, vencida pela Eletromidia em fevereiro de 2020, prevê um prazo de dez anos, prorrogável por mais dez, para modernização e exploração da mídia estática e digital (bloqueios, painéis estáticos, escadas rolantes, passarelas, adesivação dentro e fora dos trens, monitores e painéis digitais, entre outros) nas estações e trens de sete linhas (CPTM, 2020).

Por fim, deixamos a provocação: há espaço para alterações consensuais de indicadores ao longo da vida da PPP após o contrato ser colocado a teste? A criação de ciclos de revisão ordinária dos indicadores seria bem-vista pela Administração Pública e pelos atores privados? A certeza de que não se pode criar um sistema perfeito de mensuração *a priori* torna essencial a criação de janelas de revisão ordinária dentro dos contratos de longo prazo, a depender dos marcos legais de cada país. Nessas janelas, as partes devem rever o que está e o que não está funcionando.

Mecanismos de reequilíbrio econômico-financeiro

Já mencionamos anteriormente o risco de não pagamento ou de respostas emocionais diante dos eventos imprevisíveis. Por isso, o projeto deve conter uma matriz de riscos clara e otimizada, em que o ator com a maior capacidade de gerenciamento de determinado risco torna-se responsável por ele. A matriz de risco deve dialogar com os fluxos de pagamento acima descritos e com os mecanismos de reequilíbrio. Além disso, podem ser criados mecanismos que alterem a matriz de risco por um período determinado em ocasião de eventos extraordinários (por exemplo, a Covid-19) e que sejam já incorporados no texto do contrato, sem que sejam necessárias grandes renegociações.

Mais ainda, uma vez concretizado o risco, é importante que esteja claro qual o fluxo de composição do custo relacionado ao risco e como este será reequilibrado. A precificação será necessária e a distribuição de riscos deve privilegiar uma divisão realista, com transparência quanto a quem tem maior condição de suportar determinado risco. O método mais comum atualmente é o fluxo de caixa marginal, em que se destaca o evento que aconteceu e se recompõe o valor baseado em valores presentes da época. Outra solução criativa pode ser a criação de um estoque de melhorias logo no início do contrato, em que o privado possui um saldo inicial que poderá ser “consumido” à medida que houver novos investimentos, não precisando recorrer aos reequilíbrios tradicionais.

Em se considerando tais contornos, o Poder Público deve observar as condições de liquidez da concessionária, que pode ou não ter fôlego para conseguir continuar a prestação do serviço até a efetivação do reequilíbrio. Em alguns casos, observam-se decisões unilaterais de reequilíbrio pelo Poder Público, o que pode trazer menor onerosidade para si, mas que diminui a confiabilidade dos pagamentos estatais para o investidor privado. Ao buscar menor exposição financeira, eventualmente remunerando o investidor abaixo de um mínimo necessário, o ente contratante pode acabar prejudicando a qualidade da prestação do serviço ou mesmo causar uma indesejada descontinuação do contrato. Como vimos ressaltando ao longo deste documento, soluções contratuais e negociais, ainda que sejam atingidas por meio de mediação ou arbitragem, são mais desejadas do ponto de vista do investidor.

Términos antecipados

Os términos antecipados, apesar de não serem a forma ideal de término, devem estar previstos e bem desenhados. A confiabilidade dos pagamentos também perpassa esse possível momento

da vida do contrato. O investidor buscará identificar as saídas honrosas propostas pelo ente contratante, caso algo não possa ser suportado por ele ou pelo próprio investidor. Além de se buscar mecanismos intermediários de solução de conflitos antes da decisão pelo término antecipado, é importante que existam cláusulas que prevejam a quantificação do que é devido à concessionária.

Na hipótese de o ente público solicitar a extinção do contrato, deverá pagar o valor das parcelas dos investimentos vinculados a bens reversíveis ainda não amortizados ou depreciados, que será apurado a partir do ativo intangível e financeiro da concessionária, e tendo como termo final a data da notificação da extinção do contrato à concessionária. Por outro lado, importa avaliar a inclusão nesse cálculo do lucro cessante, a fim de se evitar uma atitude oportunista por parte do poder concedente em razão de mudança de governo. Além do adequado tratamento aos bens reversíveis não amortizados, devem-se prever mecanismos de pagamento para as indenizações e estipular o procedimento de quitação e encerramento contratual²².

2.3. O comportamento do regulador

A regulação, sem dúvidas, complementa-se com a gestão contratual. Ela estabelece mais uma fonte indicativa e normativa que deve ser observada e pode dar-se tanto no âmbito intracontratual quanto extracontratual. Deve-se objetivar que a regulação seja determinada pelo contrato o máximo possível – mas normas técnicas, de engenharia, jurisprudência, entre outras, apesar de concebidas fora do ambiente básico contratual, também vinculam a relação entre as partes. Um exemplo dentro do setor de telecomunicações é a regra técnica que determina o distanciamento e compartilhamento de antenas²³. Portanto, o investidor deve estar atento a tais questões fora do contrato que podem impactar níveis de serviço, características técnicas ou como evoluções tecnológicas serão endereçadas. Ou seja, regulações que impactam as próprias matrizes obrigacionais dos contratos e a matriz de riscos.

Além disso, os contratos devem estabelecer as bases das revisões contratuais (reajustes, ordinárias e econômicas). Ainda que as fórmulas do contrato tenham fontes externas, o regulador deve estabelecer regras paramétricas que baseiam os contratos. Ou seja, deve haver certa previsibilidade em como o contrato deve ser compreendido.

É importante considerar ainda o ambiente de regulação como atividade típica estatal, pressupondo rigor, autonomia técnica e autonomia normativa. Tal autonomia deve dar-se por meio de uma construção legislativa robusta. A regulação deve dar-se em um ambiente distinto da administração direta, de forma a diminuir o risco de influência política.

Os esquemas regulatórios diferem de país para país²⁴. Há países na América Latina onde não existem "agências reguladoras" propriamente ditas, mas a própria entidade contratante exerce, por meio de um terceiro contratado, a supervisão dos contratos. No Chile e na Colômbia, por

²² Para mais detalhes, verificar o Documento de Discussão – Tema 6 para o PPP Américas 2021.

²³ Lei Federal nº 13.116, de 20 de abril de 2015 (Brasil)

²⁴ Para mais detalhes, consultar o Documento de Discussão n. 8 produzido para o PPP Américas 2021 (Tema 8: PPPs e órgãos de controle na América Latina e Caribe: papéis e desafios).

exemplo, existem inspetores e não instituições. Já no Brasil, apesar de a existência das agências reguladoras ser comum, nem sempre a regulação é tratada por um agente regulador técnico e instituído por lei. Há decisões de conteúdo regulatório que ainda são feitas por agentes que não tem um perfil técnico. No âmbito municipal isso é mais frequente, já que a regulação é, em sua maioria, feita no nível de órgãos e departamentos da administração direta. Um exemplo são as definições de luminárias nos recentes contratos municipais. Já em outros casos, a fiscalização contratual é feita pelo Poder Concedente enquanto a fiscalização da regulação é feita pela agência reguladora, gerando duplicidade de fiscalização e insegurança. Ainda assim, podemos dizer que o ambiente regulatório está avançando e há relativa maturidade das agências reguladoras no âmbito federal (tratadas na Lei nº 13.848 de 2019) e no âmbito estadual.

Adicionalmente, observa-se ainda uma confusão entre regulador e concedente. No Brasil, por exemplo, as concessões de aeroportos são realizadas pela ANAC (Agência Nacional de Aviação Civil), que é uma agência reguladora por natureza. Se no caso de um reequilíbrio-financeiro do contrato a melhor decisão técnica pode ter consequências econômicas negativas para o ente contratante, um conflito de interesse entre regulador e concedente torna-se evidente. Para compensar o reajuste, a agência poderia decidir aumentar a fiscalização e aplicar mais multas ao concessionário, de forma a ter um resultado financeiro “neutro” ou menor.

Ainda que a decisão tomada não seja a mais técnica possível, do ponto de vista do Poder Judiciário, o pressuposto é que há mérito nos atos administrativos das agências reguladoras. É positivo que o regulador estabeleça as regras, fiscalize e sancione. Mas é importante que as regras busquem o cumprimento do contrato, tanto para o público quanto para o privado. A fiscalização pode e deve ser mais equilibrada e menos focada no parceiro privado.

No Peru, o caso da linha 2 do metrô Lima e Callao também nos traz algumas reflexões sobre como a capacidade técnica do regulador é fundamental na etapa de execução contratual. A PPP está a cargo da Sociedade Concessionária da Linha 2 do Metrô de Lima, com validade de 35 anos, transcorridos praticamente 7 anos desde a assinatura do contrato. A Linha 2 do metrô faz parte da Rede Básica do Metrô de Lima e Callao (composta por 6 linhas projetadas) e constitui uma das iniciativas mais ambiciosas de conectividade e melhoria do sistema de transporte urbano de massa do país (DELGADO, 2014). Como a Linha 2 foi concebida como um metrô 100% subterrâneo, com tecnologia GOA4 (sem condutor), o órgão regulador dos transportes teve que contratar especialistas internacionais que hoje supervisionam diretamente o projeto, o que gerou desafios de coordenação/governança que afetaram a execução do projeto e cronograma.

Embora o projeto da Linha 2 continue avançando, apesar de alguns anos de atraso, a lição que fica é que, para supervisionar um setor em que um país não tem experiência anterior, é necessário no mínimo: o quadro institucional adequado para gerir um setor altamente complexo (que inclui que os agentes tenham clareza sobre suas competências e responsabilidades e um *‘champion’* que articula e consolida todas as decisões estratégicas), com apoio político do mais alto nível que acompanha permanentemente o projeto na fase de execução.

Outro ponto de preocupação refere-se à real independência técnica dos reguladores. Mesmo quando a atividade regulatória está separada da administração direta, algumas indicações para cargos de diretorias das agências reguladoras acabam por ser políticas ou ideológicas (RIBEIRO E JORDÃO, 2017). Dessa forma, as sanções podem não estar direcionadas à melhor aplicação da lei, mas sim à resposta que o poder político instituído deseja dar. Além disso, não há um limite para as responsabilidades por sanção, o que dificulta que os passivos regulatórios sejam razoavelmente mensurados pelo investidor.

Adiciona-se o receio do regulador em tomar uma decisão técnica, mas que pode ser interpretada de outra maneira pelos órgãos de controle. Isso acarreta consequências financeiras e reputacionais a nível pessoal para o administrador público, que terá mais em mente como os órgãos de controle irão interpretar a decisão ao invés de exercer uma autonomia plena. Isso impacta também na resolução de conflitos, que como já dissemos, dificilmente será consensual. As alterações na LINDB são importantes porque preveem que os atos devem ser avaliados de acordo com a interpretação da época.

Vemos ainda na América Latina um ambiente de desconfiança sistêmica dos órgãos de controle. Órgãos como o Poder Legislativo, a Controladoria, o Ministério Público e o Tribunal de Contas tentam ser o fiel regulador dos atos dos particulares com o Poder Público. Em alguns momentos, esses questionam os atos das agências reguladoras, sem possuir o preparo técnico adequado para tal. Em outros momentos, podem exercer controle pontual e ideológico. A Teoria da Captura (técnica ou ideológica) foi construída com a imagem do particular capturando o contrato²⁵, mas é bem verdade que a captura também pode partir do Poder Público ou dos entes controladores.

Algumas soluções envolvem (i) os tribunais superiores como fortalecedores do papel das agências, melhor delimitando os limites das competências de cada órgão de controle e (ii) um amadurecimento cultural e institucional, em que ao invés de assumirmos que os atores agem de má fé, passemos a fomentar um ambiente de maior confiança, com respeito aos precedentes tanto pelo Judiciário quanto pelas autoridades administrativas. Paralelamente, é necessário continuar aperfeiçoando os instrumentos de proteção e a legislação de maneira geral.

Por fim, as agências devem buscar a adoção de práticas e regras internacionais testadas. No Brasil, as agências reguladoras estão abrindo-se para incorporar boas práticas internacionais, a depender de se a agência é conduzida de forma mais técnica ou mais política. A devida execução dos estudos de impacto regulatório, que nem sempre são cumpridos, e a aderência a normas internacionais (como as da OMC) também são essenciais. Por fim, a existência de instrumentos de participação democrática na regulação, como consultas e audiências públicas, é positiva se não forem realizadas apenas por protocolo ou imposição normativa.

²⁵ Para mais, ver Stigler, George (1971). "The Theory of Economic Regulation". The Bell Journal of Economics and Management Science, Vol. 2, No. 1, pp. 3-21.

3. As garantias

Apesar do disposto no contrato, o pagamento estatal pode falhar. Ao contrário das PPPs contratadas em países desenvolvidos, baseadas tão somente na confiança e crédito do Poder Público (a exemplo da coroa inglesa), muitas PPPs na América Latina não seriam concebíveis sem garantias formais que compensassem a falta de credibilidade dos governos e seus entes subnacionais (ENEI, 2018).

As garantias podem ser entendidas, então, como o mecanismo que sinaliza ao parceiro privado que durante o período do contrato não haverá frustração da projeção de receita, mesmo em caso de eventual arbitrariedade do Poder Público que possa culminar no não cumprimento de seus compromissos de pagamento (COHEN, I.C.; MARCATO, F.S., 2020). Consequentemente, também sinaliza ao financiador do projeto que há recebíveis seguros durante o período em que a dívida estiver sendo amortizada.

3.1. Classificação de garantias

As garantias podem ser classificadas como: (i) garantias baseadas no projeto (*“project-based guarantees”*) e (ii) garantias baseadas em políticas (*“policy-based guarantees”*).

Garantias baseadas no projeto

As principais garantias baseadas no projeto são as garantias de crédito (*“credit or loan guarantees”*) e as garantias de pagamento (*“payment guarantees”*). As garantias de crédito referem-se a garantias que fornecem mitigação de risco de crédito para credores comerciais, cobrindo inadimplências do serviço da dívida, independentemente da causa. Elas podem cobrir uma variedade de instrumentos, tais como empréstimos, saques a descoberto, arrendamentos, letras de câmbio, títulos corporativos e notas promissórias. As garantias de crédito podem não satisfazer completamente os requerimentos do credor, mas já facilitam o acesso ao financiamento.

Já as garantias de pagamento fornecem mitigação de risco com respeito ao inadimplemento de obrigações de pagamento (não relacionadas a empréstimos pelo governo). Isso pode incluir obrigações de pagamento decorrentes de contratos, leis ou regulamentos, como pagamentos sob um Contrato de Compra Mínima Garantida²⁶.

No contexto das garantias de pagamento (*“payment guarantees”*), principal objeto deste Documento de Discussão, elas podem ainda ser classificadas de acordo com Princhak (2020) como:

²⁶ Um Contrato de Compra Mínima Garantida (ou *Offtake Agreement*, em inglês) é um acordo entre um vendedor e um comprador para comprar ou vender, em todo ou partes, itens que ainda serão produzidos. Um Contrato de Compra Mínima Garantida é normalmente negociado antes da construção ou instalação da produção; serve para garantir um mercado futuro que fará frente à recuperação dos investimentos realizados pelo vendedor (para mais, ver http://www.undp.org/content/dam/sdfinance/doc/Public%20Guarantees%20%20UNDP_sdfinance.pdf).

- **Garantias Intrínsecas:** aquelas cujo setor de atividade permite a estruturação de garantias com base em recebíveis gerados pelo negócio, a exemplo de projetos de iluminação pública, saneamento e resíduos sólidos
- **Garantias Extrínsecas:** aquelas em que, em razão do setor de atividade, não foi possível criar uma estrutura de garantias com recebíveis do próprio negócio, havendo necessidade de criação de garantia específica com recursos de natureza diversa da atividade da concessão, a exemplo de projetos dos setores de saúde e educação, sistema prisional, dentre outros.

Garantias baseadas em políticas

As garantias baseadas em políticas garantem uma parte do serviço da dívida do governo contra todos os riscos, para um instrumento de dívida comercial específico, melhorando assim o acesso do governo aos mercados de capitais. Elas podem ser usadas para quaisquer instrumentos de dívida comercial oferecidos por qualquer instituição privada ao governo elegível, incluindo dívida em moeda estrangeira. O governo mutuário pode usar os recursos da dívida garantida para quaisquer fins orçamentários. Eles podem ser autossuficientes ou parte de um pacote maior de apoio financeiro - geralmente incluindo empréstimos para políticas de desenvolvimento em apoio a um conjunto de reformas acordadas.

Os países elegíveis têm um forte histórico de desempenho com uma estrutura de política social, estrutural e macroeconômica satisfatória e uma estratégia coerente para obter (ou recuperar) o acesso aos mercados financeiros internacionais. Por exemplo, a Colômbia emitiu USD 1 bilhão em títulos de dez anos em maio de 2001, respaldados por uma garantia de política do Banco Mundial de USD 159 milhões. O BM forneceu uma garantia rotativa para os dois primeiros pagamentos semestrais programados (de principal e de juros), de modo que, após cada pagamento do serviço da dívida, a garantia fosse transferida para o próximo pagamento programado (para mais, ver [UNDP](#)).

3.2. Principais tipos de garantia

Nos países da América Latina, diversos mecanismos de garantias contratuais são utilizados para facilitar o financiamento de longo prazo dos projetos de PPP. A garantia mais eficaz e amplamente utilizada é a Renda Mínima Garantida (“*Ingreso Mínimo Garantizado*” - IMG). A receita mínima garantida consiste em uma garantia não financeira concedida em contratos de infraestrutura, em que o governo garante um valor mínimo de receita caso a demanda (e, conseqüentemente, a receita) pela infraestrutura não seja suficiente para cobrir os serviços de dívida do parceiro privado. Essa garantia tem sido utilizada no Chile, Colômbia e Peru, principalmente no setor de transportes. Abaixo, discorreremos sobre os principais tipos de garantias contratuais para cobertura dos eventuais desequilíbrios financeiros dos contratos de PPP.

No Brasil, especificamente, a Lei de PPPs prevê os seguintes mecanismos que poderão ser utilizados pelo governo para garantir suas obrigações pecuniárias:

Art. 8º As obrigações pecuniárias contraídas pela Administração Pública em contrato de parceria público-privada poderão ser garantidas mediante:

I) vinculação de receitas, observado o disposto no inciso IV do art. 167 da Constituição Federal;

II) instituição ou utilização de fundos especiais previstos em lei;

III) contratação de seguro-garantia com as companhias seguradoras que não sejam controladas pelo poder público;

IV) garantia prestada por organismos internacionais ou instituições financeiras que não sejam controladas pelo poder público;

V) garantias prestadas por fundo garantidor ou empresa estatal criada para essa finalidade;

VI) outros mecanismos admitidos em lei.

Vinculação de receitas

A vinculação de receitas nada mais é do que a afetação *a priori* de um bem público (recursos públicos advindos da realização da receita pública vinculada) para a finalidade específica de garantir as obrigações da Administração Pública em contratos de PPP. Schirato (2011) argumenta que as receitas públicas são direitos de crédito constituídos por lei ou outro mecanismo juridicamente equivalente, não bens públicos. Apenas se tornam bens públicos após o seu recebimento. Portanto, a vinculação não feriria a inalienabilidade ou a impenhorabilidade dos bens públicos, apenas estabeleceria a afetação de um determinado bem público a uma finalidade pública instituída por lei. No caso brasileiro, a Constituição determina quais receitas de impostos podem ou não ser vinculadas.

Segundo interpretação de alguns juristas, a vinculação não é uma forma de garantia real, segundo o significado comumente associado a esse termo e as operações de PPP. Sendo assim, a mera vinculação-orçamentária ofereceria pouca proteção ao concessionário (ENEI, 2018). Haveria uma obrigação (legal ou contratual, a depender do arranjo) de o ente contratante utilizar os recursos vinculados para o pagamento dos valores devidos. Entretanto, não é assegurado ao particular o direito de tomar os recursos para si – o que é assegurado ao credor no caso de direito real de garantia. De toda forma, a vinculação aumenta a confiabilidade dos pagamentos na medida em que indica uma fonte específica de receitas a ser direcionada para pagamento do projeto.

A vinculação de receitas está ainda sujeita a riscos políticos e ao risco de realização da referida receita. No primeiro caso, o parceiro público pode extinguir a vinculação existente no orçamento público. Já no segundo, porque as receitas públicas não constituem bens públicos antes de sua realização, mas sim de direitos de créditos, elas constituem um evento futuro e incerto. Uma maneira de mitigar os riscos acima seria a previsão em lei do sistema de pagamento dos contratos de PPP, tornando mais difícil a revogação da vinculação dos recursos (SCHIRATO, 2011).

Utilização de fundos especiais

A instituição ou utilização de fundos especiais refere-se, basicamente, à criação de fundos contábeis para a instituição de mecanismos para garantir os recursos para o pagamento das obrigações de PPP. Fundos contábeis constituem uma forma de segregação de recursos orçamentários, operada dentro do próprio orçamento público. Dessa forma, os fundos garantidores de PPP têm personalidade jurídica, natureza privada e patrimônio próprio separado do patrimônio dos cotistas. Dieterich (2017) aponta ainda a liquidez como um benefício importante da utilização dos fundos garantidores de PPP. Mas, ao menos no Brasil, é necessária autorização legislativa expressa e específica para que a Administração Pública institua reservas orçamentárias constituídas por receitas públicas específicas. A aplicação das receitas designadas dá-se por meio de dotação consignada em lei orçamentária.

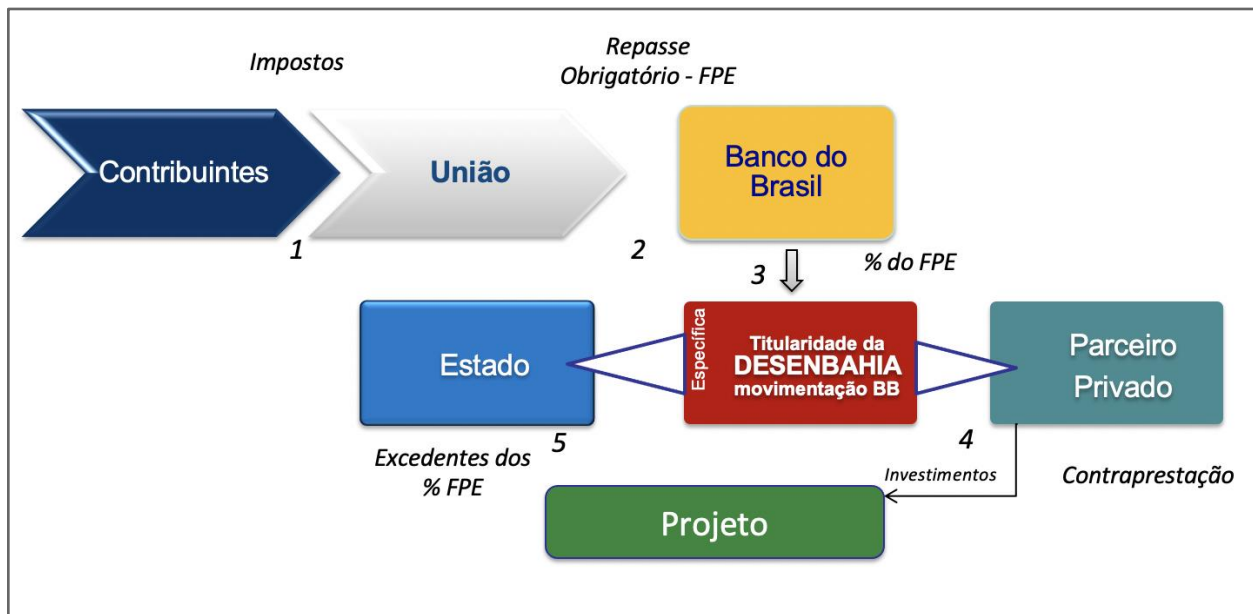
A Lei de PPPs no Brasil permite tanto a constituição de novos fundos contábeis como também a utilização de fundos já existentes. Mas no caso de fundos já existentes, Schirato (2011) aponta a preocupação de que pode ser necessária autorização legislativa, para se garantir que a finalidade do fundo está relacionada à garantia de PPP. Diferentemente da vinculação, os fundos contábeis possuem a função de garantia propriamente dita. Os recursos que serão utilizados para o pagamento corriqueiro das obrigações financeiras do Poder Público nos contratos de PPP não são primariamente os recursos alocados ao fundo contábil. Os valores segregados no fundo contábil servirão para apresentar ao parceiro privado uma garantia da existência de recursos para a realização dos pagamentos, caso o pagamento estatal original se frustre.

Nesse sentido, Schirato (2011) traz que a vinculação de receitas e a existência de fundos contábeis são mecanismos compatíveis dentro de um mesmo contrato de PPP. Enquanto um permite que haja fluxos de recursos suficientes para o pagamento dos valores devidos, o outro constitui uma reserva de recursos, caso haja qualquer problema com o fluxo vinculado. Por outro lado, aqui também há a preocupação de que o Poder Público não mantenha o fundo durante toda a vigência do contrato de PPP e quanto à efetiva utilização, pela Administração Pública, dos recursos existentes no fundo para o saldo de suas obrigações. Nesse caso, o parceiro privado terá que acionar judicialmente o ente contratante, aplicando-se o regime de precatórios. A histórica instabilidade no pagamento dos precatórios (pagamentos devidos pelo Poder Público que devem ser pagos por ordem cronológica) gera problemas de confiança.

No Brasil, pelo menos, estados e municípios têm criado fundos garantidores especiais com o propósito de garantir contratos de PPPs, mediante a nomeação de um agente administrador do fundo e a instituição de contas vinculadas. Na Bahia, é o caso do *trust* gerenciado pela agência de fomento do estado, a Desenbahia, em conjunto com o Banco do Brasil, cujo esquema de pagamentos pode ser observado na Figura 2. O administrador possui mandato para destinar os recursos disponíveis nessas contas ao pagamento das obrigações dos contratos garantidos. Efetivamente, a instituição de contas vinculadas e agente independente aumenta a percepção de liquidez dessa garantia. É fato que é improvável que o concessionário logre ordem judicial, após esgotados os trâmites administrativos, que obrigue o ente público ou administrador do fundo a efetuar um pagamento, em face do princípio da impenhorabilidade. Desta forma, o

concessionário teria o pagamento sujeito ao regime de precatórios. Qual a solução, então: tornar o fundo garantidor de natureza privada, tendo por titulares cotistas públicos geridos por administradores independentes, ou então, instituir empresas não dependentes com personalidade jurídica de direito privado?

- **Figura 2 - Fluxo Financeiro do 'Trust' do Estado da Bahia**



Fonte: Governo do Estado da Bahia (2018)

O uso do fideicomisso no Peru

Um elemento frequentemente usado com sucesso para assegurar os riscos das PPPs é a fidúcia (em inglês, *"trust"*), por meio do qual se designa um patrimônio autônomo, com instruções específicas e não revogáveis, que lastreia as obrigações vinculadas a uma PPP. No caso das PPPs, o fideicomisso pode servir como um mecanismo para canalizar os fluxos de pagamento existentes em projetos que geram seus próprios recursos, ou captar, a nível sênior, recursos de entes concedentes que sejam entidades públicas ou subnacionais solventes. Também serve como um elemento importante na redução da percepção de risco administrativo (a possibilidade de se destinar os recursos para outras prioridades em consequência de mudanças políticas), quando se trata de projetos que requerem contribuições dos governos centrais.

No caso peruano, a fidúcia tem servido para facilitar a previsão orçamentário dos órgãos públicos já que, ao destinar um percentual da receita a um patrimônio autônomo, diminui-se a percepção de risco administrativo para o concessionário. Para o Poder Público, consegue-se de forma eficaz reduzir a tentação de utilizarem-se esses recursos. Pela perspectiva dos governos centrais, a fidúcia serve mais para organizar a sequência de pagamentos (*"cash*

waterfall) à Concessionária e não representa em si um reforço de crédito. Já para os concessionários, a garantia fiduciária acaba sendo um importante reforço de crédito ao estabelecer maior confiabilidade aos pagamentos estatais, principalmente no caso de PPPs que arrecadam parcialmente a receita suficiente para cumprir seus compromissos de pagamento. Nesse último caso, podem ser citados os projetos de rodovias urbanas na cidade de Lima (solventes devido à cobrança de pedágios com um longo histórico de tráfego) e os quatro projetos de PPPs de água e saneamento vinculados ao fundo fiduciário de arrecadação de água e saneamento da cidade de Lima²⁷ (Sedapal).

Seguros-garantia

Os seguros-garantia, também usualmente denominados “*performance bonds*”, são uma espécie de seguro no qual o elemento segurado não é um bem material, mas sim o cumprimento das obrigações contratuais. No caso das PPPs, o que se garante por meio do seguro-garantia é a solvência do parceiro público no que concerne a suas obrigações previstas no respectivo contrato. No caso de inadimplemento, haverá pagamento pela instituição seguradora da quantia segurada, ou seja, das obrigações da Administração Pública assumidas em um contrato de PPP.

No Brasil, pela Lei de PPPs, é vedada a contratação de seguro-garantia com instituição seguradora controlada pelo Poder Público. Para Schirato (2011), essa vedação se aplica a instituições seguradoras controladas pelo ente contratante. Não haveria problemas, portanto, caso a instituição seguradora seja controlada por outro ente federativo que não o poder concedente, já que o mesmo entendimento ocorre com operações de crédito. O importante é garantir que a contratação se dê em bases de mercado, provendo a segurança necessária ao parceiro privado.

No caso de seguros-garantia internacionais, o emissor da apólice seria um organismo multilateral, que poderia ser ressarcido pelo governo nacional caso a garantia fosse acionada, e o governo nacional poderia ser ressarcido pelo ente subnacional responsável pelo poder concedente inadimplente. A questão esbarra na resistência do governo nacional em aumentar seus riscos de responsabilidade fiscal caso se torne garantidor de outros entes federativos, especialmente se consideramos as limitações para endividamento e concessão de garantias, impostas pela Lei de Responsabilidade Fiscal (embora os limites de concessão de garantias ainda apresentem espaços de utilização).

Organismos Multilaterais

As garantias dos bancos multilaterais de desenvolvimento (MDBs) são instrumentos eficazes para atrair financiamento privado destinado a destravar investimentos em infraestrutura. As garantias concedidas por tais organismos internacionais são outorgadas na forma de fiança, segundo a qual o organismo multilateral se compromete a honrar os compromissos do parceiro

²⁷ Os projetos são: as estações de tratamento de esgoto PTAR Taboada, PTAR La Chira, Provisur e Trásvase Huascacocha do lado do fideicomisso Sedapal; e Línea Amarilla (Lima-Peru) e Vías Nuevas de Lima (Rutas de Lima) no caso dos fideicomissos constituídos por pedágios urbanos pré-existentis.

em caso de inadimplemento. Havendo o pagamento pelo organismo multilateral garantidor, este passa a ser credor do parceiro público no exato montante desembolsado nos termos da fiança e de acordo com os mesmos termos e condições previstos no contrato de PPP (Schirato, 2011).

Os MDBs oferecem essencialmente dois produtos de garantia: (i) Garantia Parcial de Risco, também denominada Garantia de Risco Político e (ii) Garantia Parcial de Crédito. A principal diferença entre eles é que, enquanto a garantia de risco cobre uma obrigação desencadeada por um evento específico, geralmente um ato do governo (risco político), a garantia de crédito pode ser acionada assim que as obrigações de crédito (juros e/ou principal) deixam de ser pagas, independentemente do evento subjacente que deu causa à inadimplência.

Os MDBs trabalham principalmente com estruturas de garantia parcial devido ao risco moral (“*moral hazard*”) e às questões de assimetria de informação. A maioria dos MDBs também acreditam que, por possuírem classificação de risco AAA, oferecem conforto suficiente para os investidores, tornando a cobertura total desnecessária na maioria dos casos. Vale dizer que o mecanismo de garantia outorgado por organismos internacionais é uma forma extremamente sólida de garantia, uma vez que eles possuem risco de solvência equivalente ao risco soberano de todos os países signatários, praticamente nulo.

Os incentivos também ficam mais alinhados quando a contraparte tem parte do risco, ou seja, o beneficiário terá incentivos para administrar eventos que possam afetar seus interesses, ao invés de tentar transferir todos os riscos para o segurador, que tem menos informações sobre o projeto sendo garantido. Não surpreendentemente, algumas políticas de MDBs proíbem a cobertura total.

Entre os benefícios, as garantias dos MDBs fornecem custos de empréstimos mais baixos e prazos de empréstimo mais longos para os mutuários, ao mesmo tempo em que minimizam o uso de recursos apoiados por capital dos bancos multilaterais. Ainda assim, tais garantias representam apenas cinco por cento das operações dos MDBs, embora representem 45% da mobilização total de recursos privados (BETRU, 2017 apud PEREIRA DOS SANTOS, 2018).

Ao analisar as garantias ainda em aberto e fornecidas por bancos multilaterais selecionados em 2016, Pereira dos Santos (2018) aponta que a MIGA (*Multilateral Investment Guarantee Agency*²⁸) é o provedor mais usual de garantias, responsável por cerca de metade de todas as garantias em aberto no mundo. Isso não é surpreendente, uma vez que a MIGA é o único MDB especializado em produtos de mitigação de risco. Para as demais instituições, exceto o IFC (*International Finance Corporation*), as garantias não representam parcela significativa de suas operações quando comparadas aos empréstimos que esses mesmos bancos oferecem.

Em alguns casos, a garantia de organismos multilaterais pode servir como um reforço de crédito, mesmo que exista uma garantia governamental ao projeto. Isso ocorre porque o *rating* da dívida soberana do governo garantidor pode afetar a capacidade de suas garantias serem aceitas pelos investidores do projeto e pelos mercados financeiros (LU, CHAO e SHEPPARD, 2019). É pouco

²⁸ Agência Multilateral de Garantia de Investimentos

provável que as garantias emitidas por governos com classificações soberanas relativamente baixas (B1/B+ ou inferior), ou sem classificações, contribuam positivamente para o financiamento do projeto, a menos que sejam apoiadas por bancos multilaterais de desenvolvimento ou instituições semelhantes. Mesmo os governos com BB- e superior, mas abaixo do grau de investimento, podem obter melhores termos e prazos com a ajuda de tais reforços de crédito. Na tabela abaixo, Pereira dos Santos (2018) apresenta os principais mecanismos para melhoria de crédito.

• **Tabela 2: Mecanismos para melhoria de crédito**

Tipo	Definição	Impacto na classificação (rating)
Estabilização do fluxo de caixa	Instrumentos que previnem ou retardam uma potencial dificuldade ou inadimplência.	Pode resultar em uma classificação mais alta do projeto.
Melhoria dos valores recuperados	Instrumentos que aumentam as perspectivas de recuperação e reduzem as perdas em caso de inadimplência.	S&P e Fitch: não afeta as classificações diretamente. Moody's: considera as melhores perspectivas de recuperação.
Instrumentos combinados	Estruturas que combinam instrumentos que atrasam um possível <i>default</i> com instrumentos que aumentam a recuperação para lidar com riscos específicos.	Pode resultar em uma classificação mais alta do projeto.
Substituição de crédito	Garantias destinadas a transferir totalmente o risco de pagamento da dívida do emissor do " <i>project finance</i> " ao prestador da garantia.	Pode resultar na equiparação da classificação do projeto com a do fiador.

Fonte: Pereira dos Santos (2018); tradução nossa.

O papel dos bancos públicos

No Brasil, o BNDES procura cumprir um papel central para o financiamento de longo prazo no país desde a sua criação. O BNDES acabou sendo o principal instrumento para que investimentos se realizem em setores chaves como energia elétrica, transporte, telecomunicações e serviços de utilidade pública. A maior parte dos projetos de PPP e concessão que prosperaram no Brasil quase sempre contaram com o financiamento de bancos públicos, com taxas subsidiadas, mitigando os riscos implícitos e reduzindo o custo para o setor privado (YOKOTA e VILELA, 2017).

Contudo, a partir da atual política fiscal vigente, constata-se de forma inequívoca a redução da participação do BNDES como o grande financiador para os grandes projetos do país. O BNDES passa a assumir o papel de estruturador de projetos, pois entende que um projeto bem estruturado virá atrair uma maior concorrência e passa a reduzir o seu percentual de participação no *funding* de cada projeto, buscando atrair outras fontes de financiamento para os projetos, como por exemplo estimulando as debêntures de infraestrutura.

Uma outra forma de atuação que o banco procura é passar a atuar com seguros e fiança no financiamento de projetos de infraestrutura, através da ampliação dos recursos no Fundo Garantidor de Investimentos (FGI) por ele administrado e atualmente voltado para pequenas e médias empresas. No entanto, para que tal medida se concretize, o FGI ainda deve ser capitalizado pelo Tesouro Nacional.

Na Colômbia, os produtos financeiros oferecidos pelo Banco de Desenvolvimento Nacional, o FDN, reduziram as barreiras ao financiamento de projetos. No final de 2020, o FDN era o maior financiador de concessões rodoviárias de quarta geração (4G) com cerca de 5,9 bilhões de pesos colombianos (aproximadamente 1,6 bilhão de dólares americanos) comprometidos em mais de 10 projetos por meio de dívida sênior, garantias bancárias, linhas de financiamento e facilidades de liquidez (FDN, 2019). Recentemente, expandiu seus produtos para a securitização e estruturação de emissões de dívida no mercado de capitais. É o caso da securitização realizada no valor de 131.350 milhões de pesos colombianos (aproximadamente 37 milhões de dólares) para a renovação da frota de ônibus “Transmilenio” no pátio da *Calle 80* em Bogotá (FDN, 2019). Por meio desses mecanismos, a participação do FDN no financiamento da infraestrutura do país tem aumentado a liquidez dos projetos, atraindo e aumentando a participação de outros atores nacionais e internacionais.

No Peru, o financiamento público através do COFIDE tem desempenhado um papel importante como complemento dos bancos comerciais e mercado privado em geral, embora em vários casos também tenha desempenhado um papel na promoção de investimentos em setores em que a oferta de crédito não é suficiente (como projetos de necessidade direta do cidadão (transporte e infraestrutura de transporte público). Embora seja verdade que o COFIDE não possui nem dá acesso a um custo de financiamento mais competitivo do que o disponível no mercado, a sua participação serve para catalisar o interesse dos participantes privados e cumpre também um papel promocional, ao disponibilizar condições de financiamento abertas (à disposição dos licitantes em geral) em momentos anteriores aos leilões dos empreendimentos (fase preliminar) que servem de base para a avaliação da viabilidade financeira dos licitantes. Importante mencionar que a COFIDE não concede cobertura de crédito além das correspondentes à sua participação aprovada (normalmente não superior a 50% do valor do investimento), nem apoia a qualidade de crédito dos outorgantes (normalmente considerada suficientemente sólida no Peru).

3.3. Características importantes para maior bancabilidade do projeto

Ao avaliar a qualidade de crédito de uma transação, as agências de classificação de risco e os financiadores investigarão primeiro a solidez financeira geral do projeto de infraestrutura, que inclui seu perfil de negócios, sua exposição a riscos, sua estrutura legal e financeira, a qualidade de seus patrocinadores, entre outros fatores. A partir daí, avaliarão então os benefícios potenciais de uma estrutura de garantia no aumento da capacidade do projeto de cumprir com suas obrigações de dívida. A melhoria da percepção de crédito conferido pelas garantias está intrinsecamente relacionada à sua capacidade de aumentar a estabilidade e a previsibilidade dos fluxos de caixa, além das perspectivas de recuperação de perdas em caso de inadimplência.

A garantia ideal sinaliza ao financiador do projeto que durante o período em que a dívida estiver sendo paga pelo parceiro privado não haverá frustração da projeção de receita, mesmo em caso de eventual arbitrariedade do Poder Público que possa desaguar na desconstituição de seus compromissos pecuniários (COHEN e MARCATO, 2020). Para isso, é preciso garantir as obrigações de pagamentos de aportes e contraprestações, mas também assegurar que a própria garantia seja executável por mecanismo adequado.

Para que assegurem o bom andamento do projeto, as garantias precisam ser reconhecidamente de boa qualidade. Para Dieterich (2017), significa dizer que os mecanismos de garantias dependem fundamentalmente da qualidade dos bens a eles vinculados: basicamente, pelos “predicados de volume, liquidez, solidez, *enforceability* e segurança jurídica” (DIETERICH, 2017). Por fim, as garantias não podem ser esvaziadas ou desconstituídas em razão de algum questionamento envolvendo a disponibilidade dos recursos ofertados.

As garantias precisam ainda ser fáceis de serem acionadas pelos concessionários. Preferencialmente, o concessionário prefere garantias automáticas, ou “*on first demand*”. Essas são garantias que são pagas à primeira interpelação, sem necessidade de que o concessionário comprove os fatos constitutivos do seu direito²⁹. Na contramão, garantias em que o beneficiário tenha que comprovar os fatos que legitimam o acionamento da garantia (por exemplo, inadimplemento por parte do poder concedente) tornam-se menos atrativas por dar menos certeza quanto ao momento do recebimento do montante devido.

Ainda, segundo a Standard & Poor's (STAUDOHAR, 2013) algumas características essenciais para a boa avaliação das garantias por essa agência incluem:

- A garantia é de pagamento e não de cobrança: em outras palavras, a garantia deve ser uma promessa do fiador de pagar a obrigação garantida, em vez de meramente uma promessa por ele de pagar qualquer deficiência remanescente após o beneficiário ter esgotado todos os seus recursos contra a garantia e os devedores principais.

²⁹ Aqui considera-se, evidentemente, que a obrigação de pagamento se concretizou, ou seja, que a concessionária prestou o serviço e que ele foi devidamente mensurado e reconhecido.

- O fiador concorda em pagar as obrigações garantidas na data de vencimento e se compromete a não demandar ou organizar ativos visando o não pagamento da dívida.
- As obrigações do fiador sob a garantia são *pari passu* com as suas obrigações de dívida sênior sem garantia (“*unsecured senior debt*”).
- O direito do fiador de rescindir ou alterar a garantia é devidamente restringido.
- A garantia é incondicional, independentemente do valor, validade ou exequibilidade das obrigações garantidas.
- O fiador renuncia a todas as outras circunstâncias ou condições que normalmente liberariam um fiador de suas obrigações.
- A garantia prevê que ela seja restabelecida caso haja qualquer pagamento feito pelo garantidor como resultado da falência ou insolvência do devedor principal.

Avaliando o valor das garantias

Garantias podem ser entendidas como produtos de “reforço de crédito”, principalmente quando os concessionários emitem dívida para o financiamento de infraestrutura. Caso elevem a classificação de crédito de sua oferta, é possível reduzir seu custo de financiamento. Se o emissor tentar emitir dívida no mercado sem uma garantia financeira e, portanto, com uma classificação de risco inferior, os financiadores exigiriam um *spread* maior. Em muitos mercados, a avaliação de uma garantia é determinada por quanta economia, em termos de taxas de juros, será gerada (HINOJOSA, 2015).

Nos países em desenvolvimento, a razão de usar-se uma garantia financeira vai além do potencial de economia em juros. O valor da garantia pode ser até mesmo significativamente maior do que o valor financeiro: é a própria viabilidade do projeto. A garantia financeira é um produto especialmente importante para atender o mercado de investidores institucionais de longo prazo. O mercado de colocação de títulos de dívida não garantidos para projetos de infraestrutura é muito limitado na América Latina, devido aos montantes e longos prazos exigidos pelo projeto, aos riscos de construção, além de outros riscos do projeto com os quais os investidores institucionais não estão familiarizados e, portanto, não dispostos a assumir.

Quando um organismo multilateral está envolvido, as agências de classificação de risco consideram um fator adicional: o efeito positivo intangível de ter uma instituição multilateral envolvida na transação. Esse efeito foi apelidado pela Standard & Poor’s de “efeito halo” (PEREIRA DOS SANTOS, 2018). Como já mencionado, os bancos multilaterais de desenvolvimento entram como terceiros independentes e confiáveis que oferecem um “selo de qualidade” aos projetos. Eles podem intermediar o relacionamento entre as partes interessadas relevantes e as autoridades locais, principalmente quando os projetos apresentam problemas.

4. Estruturação de Garantias Inovadoras em face à Restrição Fiscal dos Governos

São inegáveis os benefícios que a adoção das concessões patrocinadas e das parcerias público-privadas trazem ao desenvolvimento da infraestrutura, sobretudo em países emergentes. Tais institutos, além de possibilitarem que a *expertise* dos parceiros privados seja traduzida em eficiência aos projetos - tanto na fase de construção quanto durante o período de operação – configuram-se como importante alternativa aos governos, por poderem apoiar-se no capital disponível no mercado privado para a consecução de investimentos que encontrariam sérias dificuldades para serem viabilizados somente com capital público.

Contudo, a utilização dos recursos disponíveis no mercado de capital traz consigo a necessidade de instrumentos contratuais que confirmem ao parceiro privado garantias ao adimplemento das obrigações pecuniárias assumidas pelo Poder Público, de forma a estruturar operações sólidas, que resultam em maior atratividade ao projeto, menor percepção de risco e, por consequência, menores custos de financiamento.

Tais garantias, mormente exigidas em países emergentes, dada a escassez de recursos e, em muitos casos, o desfavorável histórico de fiabilidade em seus pagamentos, quase sempre resultam em custos adicionais aos governos para disponibilização de mecanismos destinados a esta finalidade. Ocorre que a demanda por desenvolvimento da infraestrutura nesses países é maior do que o montante de recursos disponíveis para fazer frente ao pagamento das obrigações públicas contratuais, gerando concorrência entre projetos prioritários. O cenário torna-se ainda mais nebuloso quando, para conferir atratividade ao projeto, é necessário que esses entes arquem com custos adicionais para estruturação de mecanismos de garantia.

As nações que já alcançaram certo nível de maturidade em projetos de PPP, mas cuja dependência por prestação de garantias ainda é condição necessária para atração de investimento privado, como é o caso do Brasil, Chile, Colômbia e outros integrantes da América Latina, já se deparam com dificuldades na utilização das ferramentas tradicionais para prestação de garantias. É nesse contexto que a busca por soluções inovadoras que não acarretem custos extras aos projetos tem ganhado a atenção na estruturação moderna de *Project Finance*.

Para além das complicações financeiras, a existência de dispositivos e travas legais, que em sua maior parte são destinados à proteção do orçamento público, configuram-se como obstáculos adicionais à concepção de modelos alternativos de garantia. É o caso da vinculação de receitas tributárias, vedada pela Constituição Federal Brasileira, e a inalienação de bens públicos, cuja utilização é limitada pelo Código Civil.

Necessidades atuais dos países da região

Atualmente, a utilização de diversas garantias baseia-se no fortalecimento de projetos de infraestrutura em nível subnacional ou institucional. No entanto, os governos soberanos são os principais riscos subjacentes na grande maioria dos projetos em toda a região, como no México, Colômbia, Peru ou Chile. No caso mexicano, apenas os poucos estados com sólida capacidade de crédito têm conseguido apoiar PPPs sem garantia soberana. A grande maioria das concessões ainda deve buscar a garantia do governo central, fazendo uso de garantias fiduciárias sobre ações federais ou recorrendo a produtos parciais de garantia que são desenvolvidos por entidades estatais (Banobras, Bancomext, entre outros).

Estruturas similares são buscadas na Colômbia, onde há um interesse acentuado dos governos subnacionais (principalmente dos municípios) em desenvolver e apoiar sua infraestrutura. Contudo, as necessidades totais de investimento significam que alguns desses projetos, ainda que sejam autossustentáveis³⁰, requerem apoio soberano. Nos casos do Peru e Chile, as concessões relacionadas à infraestrutura social ou subsidiada são em sua maioria apoiadas pelo Estado, mesmo nos casos em que o Poder Concedente possa ser considerado suficientemente sólido para apoiar a concessão de forma independente (caso de obras de água e saneamento em Lima, Peru). Nesses países, o volume de apoio do governo soberano ainda não atingiu níveis que gerem limitações para novos projetos. O gargalo ainda parece ser a capacidade de gestão para trazer novas PPPs ao mercado.

No Brasil, apesar de ainda haver deficiências de gestão, o maior gargalo é o limite fiscal dos entes contratantes. Em 2020, pela primeira vez, o endividamento público chegará a mais de 100% do PIB (FMI, 2020). As contas públicas estão no vermelho desde 2014 e a crise fiscal aprofundou-se com o enfrentamento da Covid-19. O Brasil investe menos do que 2% de seu PIB em infraestrutura (ABDIB, 2020), mas há pouquíssimo espaço para alavancar investimentos privados sem a correspondente estrutura de garantias.

Abaixo, discorreremos sobre alguns casos inovadores de garantias que podem ser utilizados frente às restrições fiscais ou de outra ordem que os entes contratantes venham a possuir.

Vinculação de receitas em garantia

A vinculação de receitas para constituição de garantias não depende exclusivamente de recursos de origem tributária, havendo, portanto, espaço para soluções criativas. É possível utilizar, por exemplo, receitas resultantes do estoque de dívida ativa do ente federativo que, apesar dos impedimentos legais e constitucionais de sua cessão direta, podem ser agregadas ao projeto

³⁰ Neste caso, nos referimos ao termo autossustentável em seu uso padrão, ou seja, projetos autossustentáveis são aqueles com capacidade própria de geração de receitas, não requerendo cofinanciamento do setor público. Vale dizer que no Peru, antes do Decreto Legislativo n. 1224 de 2015, um projeto autossustentável não significava o mesmo que um projeto economicamente viável no sentido mais tradicional. Significava, na verdade, que o poder concedente tinha recursos suficientes para cumprir suas obrigações contratuais e não precisava do apoio do governo central em termos de recursos adicionais para pagar a PPP. Com o Decreto Legislativo n. 1224, a definição de autossustentável foi alterada e a classificação "autossustentável" foi substituída por "autofinanciada" (BID, 2016).

valendo-se de mecanismos que permitam sua obtenção às margens do enquadramento da transferência de créditos. Nesses casos, em específico, pode-se utilizar a securitização da dívida ativa, onde as receitas advindas do pagamento de créditos são convertidas em ativos financeiros com valor de mercado, passíveis de negociação e, portanto, transformados em pecúnia.

Esse processo depende da existência ou criação de um fundo ou sociedade de propósito específico para o qual serão transferidos os direitos de recebimento da dívida ativa e da emissão de cotas ou debêntures lastreados em tais recebíveis. Com isso, estes ativos podem ser ofertados ao mercado, capitalizando desta forma o fundo emissor. Assim, com recursos líquidos em conta, o ente federativo poderá optar por sua destinação a uma estrutura consolidada de garantia ao projeto, como são os fundos garantidores ou as companhias garantidoras, conferindo maior fôlego financeiro para suportar novos projetos sem a assunção direta de novos custos ao orçamento público.

Uma consideração, entretanto, é que ainda há desconfiança do mercado de capitais quanto a esses títulos, devido ao risco político atrelado. Além disso, os fundos disponíveis são pequenos frente ao tamanho das garantias necessárias dentro dos contratos de PPP. Por fim, vale ressaltar que esse mecanismo afasta completamente a cessão de crédito tributário uma vez que o crédito dado em garantia é oriundo de recursos negociados em mercado e não do tributo em si.

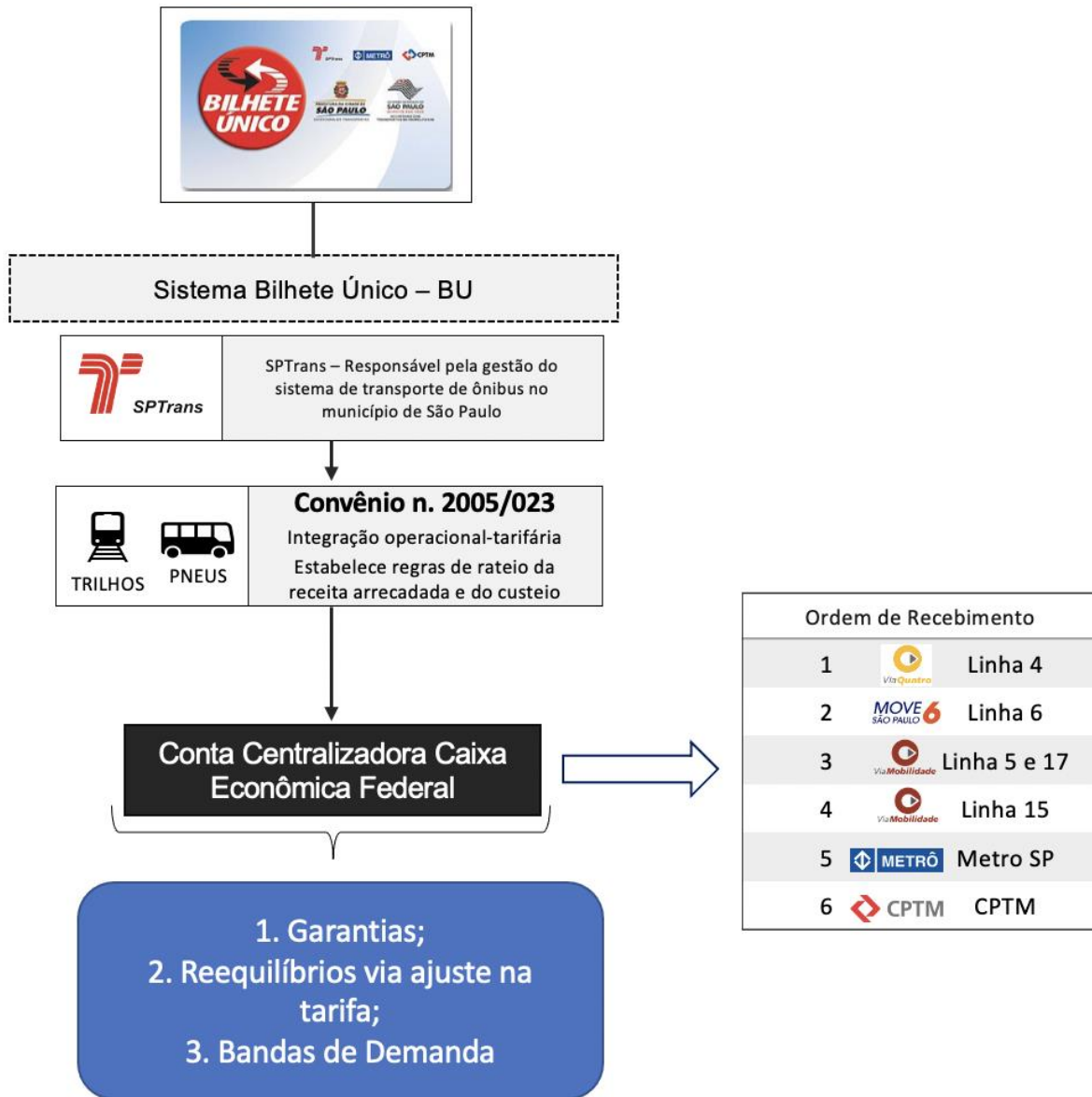
Outra alternativa dentro do campo da vinculação de receitas é a cessão de direitos creditórios, podendo ser aplicada de diversas formas, como: contas centralizadoras, recebíveis de outorga parcelada, taxas e contribuições por serviços públicos e até mesmo fundos de participação.

Nos sistemas de transporte público das grandes cidades, há uma oportunidade caso o sistema seja composto por diversos modais e operadores. A integração de todo o sistema permite aos passageiros opções de deslocamentos aderentes à sua necessidade. A tarifa paga pela sua utilização, nesses casos, é concentrada em uma conta centralizadora, gerida por organismo financeiro independente, responsável por fazer a partilha, segundo regras preestabelecidas, entre seus integrantes. Daí surge a possibilidade de vincular esse fluxo de recebíveis a estruturas de garantia prestadas em projetos de mobilidade.

Um exemplo é o “Bilhete Único”, em São Paulo (Figura 3). O Bilhete Único é um *smart card* utilizado no sistema de transporte na região metropolitana de São Paulo. Por integrar diversos sistemas operados por diversas entidades (ônibus, trem e metrô), toda a arrecadação tarifária é centralizada em uma conta independente e distribuída diariamente conforme regras predefinidas, a qual se denomina Câmara de Compensação do Bilhete Único. A primeira camada consiste em dividir as receitas entre modo “pneus” e modo “trilhos”. Feito isso, no modo trilho, as concessionárias operadoras recebem sua parcela (tarifa contratual multiplicada pela quantidade de passageiros), obedecendo a ordem de prioridade conforme início da vigência de cada concessão, da mais antiga para as mais recentes. Todo pagamento de receita tarifária às concessionárias de trilhos no Estado de São Paulo é feito através desse sistema, gerido atualmente pela Caixa Econômica Federal e com participação e supervisão de todas as operadoras. Dado o fluxo de arrecadação histórico, a Câmara de Compensação do Bilhete Único

também serve como garantia aos pagamentos públicos em alguns dos contratos, além de suportar regras automáticas de compensação da tarifa em caso de acionamento das bandas de demanda e possíveis reequilíbrios contratuais³¹.

- **Figura 3 – Fluxos de pagamento no sistema de transporte de São Paulo**



Fonte: Elaboração própria, com base na experiência de colaboradores do grupo.

³¹ As informações sobre o Bilhete Único foram coletadas através de entrevista com um profissional da Companhia Paulista de Trens Metropolitanos (CPTM).

Note-se que essa opção requer que a conta centralizadora possua saldo positivo, de forma que o acionamento da garantia não coloque em risco o pagamento dos demais integrantes e, por consequência, a estabilidade de todo sistema de transporte. Assim, é necessária a realização de detalhados estudos e projeções de demanda e receita, considerando cenários de estresse e utilizando-se de modelos estocásticos para maior segurança.

Mecanismo similar pode ser concebido através de agência reguladora ou empresa pública destinada a gerir ativos concessionados. Um exemplo são as rodovias, cujo pagamento de outorgas parceladas provenientes de outras concessões pode ser dado em garantia a novos projetos que demandem investimento e sejam enquadrados como PPP. Essa opção, contudo, só passa a ter validade em entes que possuam grande número de ativos passíveis de concessão e que gerem recebíveis de longo prazo em seu favor.

Outros exemplos podem ser encontrados em projetos de saneamento básico, cujas garantias podem estar atreladas aos recebíveis relativos ao consumo de água e esgoto. Esses apresentam baixo risco de frustração de receita dada a natureza do negócio. Geralmente as taxas são atribuídas a um uso específico, de modo que em vários países serviriam apenas para apoiar projetos diretamente ligados à natureza de cada uma dessas taxas.

Por fim, no que se refere especificamente à vinculação de receitas, existe ainda a utilização de recursos futuros decorrentes dos fundos de participação. Esses fundos são alimentados com recursos arrecadados pela União através de impostos ou de contribuições, para que então possam ser distribuídos aos entes subnacionais³². Assim, retém-se “na fonte” os pagamentos ao concessionário, servindo como um mecanismo líquido de pagamento e/ou instrumento garantidor de pagamento (DIETERICH, 2017). No caso dos estados da Bahia e Piauí, os recursos do FPE, quando usados como garantia, não são alocados a um fundo garantidor, mas passam por uma conta-caução (“*escrow account*”) que é gerida por um agente financeiro (“*trust*”). Este realiza o pagamento e depois transfere o excedente para a conta dos respectivos tesouros estaduais.

A vinculação de garantias em fundos de participação, além de não representar custo adicional ao ente contratante, não encontra óbice legal. Ocorre que a conversão dos impostos em recursos financeiros nos cofres públicos faz com que tais créditos não possuam mais caráter restritivo quanto a sua vinculação. Eles se transformam em receita pública comum quando o ente federativo a recebe. No Brasil, há precedentes judiciais favoráveis ao uso das transferências constitucionais como garantia pública, apesar do entendimento de que, por se tratar de tributos, não poderiam constituir garantias públicas. Um ponto de atenção é que a utilização das transferências, principalmente quando vindas da União, devem vir precedidas de regularização de débitos com o ente transferidor.

³² No Brasil, são chamados Fundo de Participação dos Estados (FPE) ou Fundo de Participação dos Municípios (FPM).

- **Tabela3: Modalidades de vinculação ou cessão de receita pública conforme natureza da receita**

	Cessão definitiva			Garantia de financiamento / vinculação-garantia / antecipação de receitas		
	Receitas futuras dentro do mandato	Receitas futuras extrapolam mandato	Operação de crédito (coobrigação de cedente, etc.)	Receitas futuras dentro do mandato	Receitas futuras extrapolam mandato	ARO (antecipação dentro do ano)
Royalties (LRF; art. 5, VI, Resolução SF n. 43/2001)	Permitida, para qualquer finalidade	Permitida, mas só para Fundos de Pensão e amortização de dívidas com a União	Permitida, sujeita ao limites de endividamento do ente federativo	Permitida, mas só para Fundos de Pensão e amortização de dívidas com a União e observados limites de endividamento	Permitida, mas apenas para financiar perdas de arrecadação dos royalties verificadas em 2014 e 2015, observado o limite de 10% da receita anual	Permitida, sujeita a limite próprio de 7% da RCL projetada para o exercício
Dívida ativa (LRF; art. 5o, VII, Resolução SF n. 43/2001 e Resolução SF n. 33/2006)	Permitida a cessão definitiva de dívida ativa, sem coobrigação do cedente ou cláusula revogatória		Não permitida	Permitida nos termos da Resolução SF n. 33/2006, via endosso-mandato irrevogável para amortização da antecipação por instituição financeira		Não aplicável
Transferências / FPE e FPM (art. 167 CF; LRF)	Não permitida			Sim, para garantia de dívidas com a União, com direito de retenção, conforme art. 167 CF (ou dos municípios com Estados, nos termos da LFR). Defensável, mas sujeita a questionamentos, como garantia de PPPs, desde que qualificada como receita financeira e não de impostos		Permitida, sujeita a limite próprio de 7% da RCL projetada para o exercício
Impostos (art. 167 CF, LRF)	Não permitida			Sim, para garantia de dívidas com a União, com direito de retenção, conforme art. 167 CF (ou dos municípios com Estados, nos termos da LFR). Vedada para PPPs		Permitida, sujeita a limite próprio de 7% da RCL projetada para o exercício

Fonte: Enei (2018)

A utilização de bens públicos em garantia

Os países em desenvolvimento, principalmente aqueles com histórico monárquico ou imperialista, possuem grande número de imóveis atrelados ao seu patrimônio, acumulados durante as fases mais centralizadoras do Estado. No entanto, os imóveis, por sua natureza, não são considerados ativos de alta liquidez, isto é, a conversão destes bens em pecúnia não é imediata, o que dificulta a sua utilização direta em estruturas de garantia. Além disso, os imóveis públicos, em sua grande maioria, possuem restrições legais e constitucionais quanto a sua alienabilidade.

Não é vedada, contudo, a constituição de Fundo de Investimento Imobiliário que centralize o volume de receitas gerado por estes imóveis, estando eles atrelados ou não ao objeto da concessão, em montante suficiente para ser utilizado como garantia às PPPs. Um exemplo é a constituição do FII-VLT, Fundo de Investimento Imobiliário de propriedade da CDURP, que constitui parte das garantias públicas da PPP do veículo leve sobre trilhos na região portuária e

central do Rio de Janeiro. Como a simples cessão de cotas do FII-VLT não constituía uma garantia líquida ao privado, o esquema de garantias estruturado para esse projeto prevê que, à medida que o FII-VLT gere resultados, os recursos sejam mantidos em conta específica até que o saldo do fundo alcance, no mínimo, R\$ 40 milhões, o valor previsto em garantia (Dieterich, 2017).

Essa passa a ser uma opção interessante na medida em que as quotas desse fundo podem ser negociadas em mercado secundário, conferindo liquidez significativamente maior do que a dos imóveis propriamente ditos. Isso sem contar a centralização dos recursos em contas geridas por instituições financeiras independentes, o que facilita o acesso do concessionário aos recursos em caso de acionamento do mecanismo de garantia.

É certo que a constituição de Fundo de Investimento Imobiliário (FII) depende de detalhado mapeamento e avaliação dos imóveis que pudessem o compor, de estudos mercadológicos sobre a atratividade e capacidade de geração de receitas e de um plano para sua exploração. Outro ponto a ser observado são os prazos de duração dos FIIs, que devem ser condizentes com os projetos a que se destinam garantir, pelo menos durante a fase de pagamento da dívida contraída pelo concessionário para execução dos investimentos.

Os seguros-garantia

No Brasil, segundo a Lei Federal de PPPs, é permitida a contratação de seguro-garantia com instituições financeiras ou seguradoras não controladas pelo Poder Público, incluindo organismos multilaterais. Esses instrumentos são utilizados como forma de “fazer frente” às contraprestações públicas ou demais obrigações pecuniárias assumidas pelo Poder Concedente.

Contudo, toda concessão de garantias de qualquer natureza é considerada operação de crédito no Brasil. Por esse motivo, a utilização dessa ferramenta deve observar regramentos fiscais específicos, sobretudo constantes na Lei de Responsabilidade Fiscal. A Lei estabelece (i) que instituições financeiras não podem conceder créditos ao setor público acima de 45% de seu patrimônio e (ii) que o conjunto de novas operações de crédito contratadas pelo ente público deverão observar um limite global anual.

Muito embora objetivem a proteção do orçamento público, quando aplicadas à estruturação de garantias para PPPs, tais determinações trazem duas importantes barreiras à aplicação desse instrumento. A primeira delas é a limitação fiscal da maior parte dos entes públicos no Brasil, que não possuem folga orçamentária para a realização de operações de crédito. A segunda limitação refere-se ao próprio enquadramento dos seguros-garantia como operações de crédito. Mesmo quando há limite fiscal, a adoção de seguros-garantia deve disputar espaço orçamentário com as demais intenções da Administração Pública em contratar financiamentos propriamente ditos, que trarão recursos para execução de projetos prioritários daquele ente.

Ademais, é natural que seguradoras e instituições financeiras privadas exijam a prestação de contragarantias do Poder Concedente, o que acaba por não solucionar por completo a incapacidade do ente público em estruturar garantias ao projeto. Desta forma, para fomentar a

utilização dessa modalidade, é indispensável a elaboração de produtos que não exijam contragarantia na mesma proporção ao ente público, demonstrando vantagem explícita através de opções menos onerosas do que aquelas demandadas diretamente pelo concessionário.

É importante ressaltar que os organismos multilaterais, como o Banco Interamericano de Desenvolvimento - BID e o Banco Mundial, possuem produtos similares em seus portfólios e não estão sujeitos aos contornos supramencionados, como os limites fiscais determinados pela Lei de Responsabilidade Fiscal. Ainda, por serem instituições voltadas ao apoio de entes públicos e ao desenvolvimento da infraestrutura em países emergentes, é razoável imaginar que os organismos multilaterais possuam condições de absorver maior parcela de risco e assim estarem aptos a oferecer seguros com exigências menos onerosas ao ente público contratante do que aquelas exigidas pelo mercado financeiro em geral.

5. Conclusões

As parcerias público-privadas representaram uma nova forma de prestação de serviços de qualidade e infraestrutura aos usuários, pela Administração Pública. Entretanto, a noção de um Estado mau pagador faz com que haja risco considerável em qualquer empreendimento cuja viabilidade financeira dependa exclusiva ou parcialmente de pagamentos desse Estado. Neste trabalho, tentamos discutir mecanismos e procedimentos que podem ser instituídos ao longo de toda a vida do projeto, desde a sua concepção, para aumentar a confiabilidade dos pagamentos do Poder Público para o investidor privado. Tal mitigação de risco de crédito contribui para a viabilidade econômica do empreendimento a ser realizado por meio de PPP, na medida em que possibilita uma redução do valor exigido pelos parceiros privados.

Acreditamos que há espaço e demanda para a contratação de um número muito maior de PPPs no Brasil e na América Latina, em todos os níveis - ainda assim, a maior parte das PPPs estudadas e propostas jamais chega a ser licitada e contratada. Enei (2018) cita como razões a inércia da máquina estatal, a escassez de servidores qualificados para revisar e aprovar estudos e proposições recebidos, a indisponibilidade de recursos orçamentários no curto ou longo prazo, o esgotamento dos limites legais e, ainda, no que interessa particularmente a este Documento de Discussão, a dificuldade de oferecimento de garantias públicas. Nesse sentido, tentamos também prover algumas alternativas de estruturas de garantias diferenciadas, principalmente frente às restrições fiscais dos diversos governos e ao aprofundamento da crise com a Covid-19.

Reconhecemos, entretanto, que não existe ainda nos países da América Latina um universo relevante de projetos de PPP que sejam comparáveis e que tenham sido levados a mercado com estruturas de garantias diferenciadas. Sabemos que as garantias reduzem a percepção de riscos e, muito provavelmente, o custo do financiamento do projeto. Mas, mais do que isso, acreditamos fortemente na contribuição qualitativa dessas: a grande maioria dos contratos de PPP vigentes na América Latina, estruturados com garantias, talvez não conseguiria atrair investidores ou financiadores se os esquemas fossem sem garantias. Segundo Schirato (2011), estamos ultrapassando a visão unilateral e autoritária na qual ou o público assumia a totalidade dos riscos, ou os transferia em sua integralidade ao particular. As garantias possibilitam-nos chegar em um sistema de parceria em sua acepção plena, na qual os riscos são compartilhados e mitigados na melhor medida possível, de forma a obter-se o melhor negócio para todas as partes.

Referências

ABDIB (2020). Brasil precisa investir 4.31% do PIB em infraestrutura. Disponível em <https://www.abdib.org.br/2020/02/11/investimento-infraestrutura/>. Acesso em 15 de novembro de 2020.

ALEMÁN, A.S.; LEMBO, C.; RÍOS, J.Y.; ASTESIANO, G.; CORZO, J.F. Casos de estudio en Asociaciones Público-Privadas en América Latina y el Caribe - La Cuarta Generación de Carreteras en Colombia. Documento para Discussão n. IDB-DP-00666. Disponível em https://publications.iadb.org/publications/spanish/document/Casos_de_estudio_en_asociaciones_públicas_privadas_en_América_Latina_y_el_Caribe_La_cuarta_generación_de_carreteras_en_Colombia_es_es.pdf. Acesso em 30 de março de 2021.

BANCO INTERAMERICANO DE DESENVOLVIMENTO (BID) (2016). Asociaciones Público Privadas en Perú: Análisis del Nuevo Marco Legal - Módulo II. Disponível em https://www.mef.gob.pe/contenidos/inv_privada/capacitaciones/modulo_2.pdf. Acesso em 18 de março de 2021.

BERGER, T. M.; SÁNCHEZ, K. Desafíos de la contabilidad de las Asociaciones Público-Privadas en base a las NICSP 32. Argentina: V Foro de Contadurías Gubernamentales de América Latina, 12 a 14 de setembro de 2018. Disponível em <https://slideplayer.es/slide/15177216/>. Acesso em 10 de setembro de 2020.

BERRONE, P., FAGEDA, X., LLUMÀ, C., RICART, J. E., RODRÍGUEZ, M., SALVADOR, J., & TRILLAS, F. (2018). Parceria Público-Privada na América Latina. Guia para Governos Regionais e Locais. Caracas: CAF. Disponível em <http://scioteca.caf.com/handle/123456789/1282>. Acesso em 20 de outubro de 2020.

BRASIL (2000). Lei Complementar no. 101, de 04 de maio de 2000. Estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal e dá outras providências. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 05 de maio de 2000.

BRASIL (2004). Lei no. 11.079, de 30 de dezembro de 2004. Institui normas gerais para licitação e contratação de parceria público-privada no âmbito da administração pública. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 31 de dezembro de 2004.

CALLEGARI, C.; MAGALHAES, L.E.; CAPPELLI, P.; SOUZA, R.; SCHMIDT, S. Com retroescavadeiras, prefeitura retira cancelas da Linha Amarela e libera pedágio. Disponível em <https://oglobo.globo.com/rio/com-retroescavadeiras-prefeitura-retira-cancelas-da-linha-amarela-libera-pedagio-1-24045822>. Acesso em 20 de outubro de 2021.

CENTRO DE ESTUDIOS DE LAS FINANZAS PÚBLICAS (2007). Proyectos para Prestación de Servicios (PPS). Cámara de Diputados de los Estados Unidos Mexicanos. Disponível em

<https://www.cefp.gob.mx/intr/edocumentos/pdf/cefp/cefp0192007.pdf>. Acesso em 22 de outubro de 2020.

CHILE (2010). Lei e Regulamento de Concessões de Obras Públicas. Estabelece texto revisado, coordenado e sistematizado pela DFL MOP n° 164, de 1991 – Lei de Concessões de Obras Públicas. Disponível em http://www.concesiones.cl/quienes_somos/funcionamientodelsistema/Documents/Nueva%20Ley%20y%20Reglamento%202010.pdf. Acesso em 10 de setembro de 2020.

COHEN, I. S.; MARCATO, F. (2020). Garantias públicas nos contratos de Parcerias Público-Privadas.

COIMBRA, J. R. (2017). Novas concessões de infraestrutura passam a adotar mecanismos de proteção cambial. Revista Consultor Jurídico. Disponível em <https://www.conjur.com.br/2017-abr-09/julia-coimbra-novas-concessoes-adotam-mecanismos-protECAo-cambial>. Acesso em 20 de outubro de 2020.

CONTRALORÍA GENERAL DE LA REPÚBLICA (2015). Resolução 16 – Aprova os regulamentos do sistema de contabilidade geral do país. Disponível em <https://www.bcn.cl/leychile/navegar?idNorma=1075059>. Acesso al 22 de octubre de 2020.

CORREA, G. F.; CORSI, L. C. (2014). O Primeiro Complexo Penitenciário de Parceria Público-Privada do Brasil. EAESP-FGV. Disponível em https://pesquisa-eaesp.fgv.br/sites/gvpesquisa.fgv.br/files/conexao-local/o_primeiro_complexo_penitenciario_de_parceria_publico-privada_do_brasil.pdf. Acesso em 20 de novembro de 2020.

CPC (2009). CPC 25 - Provisões, Passivos Contingentes e Ativos Contingentes. Disponível em <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=56>. Acesso em 22 de outubro de 2020.

CPTM (2021). Disponível em [https://www.cptm.sp.gov.br/noticias/Pages/CPTM-assina-contrato-de-concessão-de-espacos-publicitários-com-valor-global-de-R\\$-405-milhões.aspx](https://www.cptm.sp.gov.br/noticias/Pages/CPTM-assina-contrato-de-concessão-de-espacos-publicitários-com-valor-global-de-R$-405-milhões.aspx). Acesso em 24 de março de 2021.

DELGADO, C. (2014) Duas empresas espanholas ganham concorrência de R\$12,1 bilhões de reais para obras do Metrô de Lima. Disponível em https://brasil.elpais.com/brasil/2014/03/28/economia/1396023814_941545.html. Acesso em 22 de março de 2021.

DIETERICH, F. P. (2017). Mitigação de risco para projetos de parcerias público-privadas no Brasil - a estruturação de garantias públicas. Associação Brasileira de Desenvolvimento e Banco Interamericano de Desenvolvimento.

DURÁN, A. (2016) 'Dispute Board' en Colombia, ¿Por Qué No? *Infraestructura y Desarrollo*. Abril – Junio de 2016. Revista n. 70, pp 18-20.

ENEI, J. V. (2018). Garantias de adimplimento da Administração Pública ao contratado nas parcerias público-privadas. Tese apresentada à Banca Examinadora de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo.

FDN (2019). Informe de Gestión 2019. Disponível em <https://fileserv.fdn.com.co/Descarga?ruta=fdn/RENDCUENTAS/00004/FDNINFPRE000040012019123101.pdf>. Acesso al 23 de março de 2021.

FMI. General government gross debt - Percent of GDP. Disponível em https://www.imf.org/external/datamapper/GGXWDG_NGDP@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWO_RLD/BRA. Acesso em 15 de novembro de 2020.

GOVERNO DO ESTADO ESTADO DA BAHIA (2018). Experiências e oportunidades em parcerias público-privadas. Apresentação em Microsoft Power Point preparada pela Secretaria da Fazenda do Estado da Bahia, Outubro 2019.

GOVERNO DO ESTADO ESTADO DA BAHIA (2019). Sistema Rodoviário Ponte Salvador – Ilha de Itaparica. Apresentação para o *roadshow*, Outubro 2019. Disponível em https://static.poder360.com.br/2020/11/roadshow_B3_Salvador_Itaparica.pdf. Acesso em 30 de março de 2021.

LIMA, F. (2018). Cidade paga a servidor, mas fornecedor deixa de receber, aponta pesquisa. Folha de S. Paulo. Disponível em <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2018/12/cidade-paga-a-servidor-mas-fornecedor-deixa-de-receber-aponta-pesquisa.shtml>. Acesso em 11 de dezembro de 2020.

LIU, L.; TAN, K.S. (2009). Subnational Credit Ratings - A Comparative Review. Policy Research Working Paper 5013, World Bank. Disponível em <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/4206/WPS5013.pdf;jsessionid=193B741C8B099A61210930394CE43D45?sequence=1>. Acesso em 30 de março de 2021.

LIZANA, D.M.R. (2002). Políticas de concesión vial: análisis de las experiencias de Chile, Colombia y Perú. Serie Gestión Pública n. 16 - Instituto Latinoamericano y del Caribe de Planificación Económica y Social (ILPES).

LU, J. Z.; CHAO, J.J.; SHEPPARD, J. R. (2019). Government Guarantees for Mobilizing Private Investment in Infrastructure. International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank.

MARQUES, C. G. (2019). O Papel Fiscalizador do Estado e a Transferência de Atribuições a Consultorias Independentes: A contratação de Verificadores Independentes e sua contribuição para o aprimoramento da fiscalização estatal. Trabalho de Conclusão de Curso - MBA PPP e Concessões. Orientador: Rogério Princhak.

- METRO DE BOGOTA (2018). Hoja de Términos - Proceso de Contratación de la PLMB. Disponível em <https://www.metrodebogota.gov.co/sites/default/files/Term%20Sheet%20Contrato%20de%20Concesión%20PLMB.pdf>. Acesso em 30 de março de 2021.
- MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO (2010). “Informe 4 - Tratamiento contable de las cuentas fiscales y presupuestales de esquemas de asociación público-privada: Revisión Internacional y recomendaciones para Colombia”. Produzido por IKONS ATN sob o Convenio de Cooperação Técnica não-reembolsável nº ATN/ME-10985-CO – BID.
- MOREIRA, B. (1979). Acórdão da Apelação Civil n. 7772 – 5ª Câmara Cível. R. Dir. Proc. Geral, Rio de Janeiro (34). Disponível em <https://pge.rj.gov.br/comum/code/MostrarArquivo.php?C=NjIwMg%2C%2C>,. Acesso em 20 de outubro de 2020.
- NAVES, G. (2009). Complexo Penal (Minas Gerais). Disponível em <https://radarppp.com/resumo-de-contratos-de-ppps/complexo-penal-minas-gerais/>. Acesso em 10 de janeiro de 2021.
- PASCHOA, A. P.; ROCHA, S. L. F. (2020). Contrato de seguro-garantia e seus efeitos na execução de obras públicas - Notas sobre o projeto de Lei de Licitações. Revista da AGU, Brasília-DF, v. 19, n. 03, p. 19-40.
- PEREIRA DOS SANTOS, P. (2018). Introductory Guide to Infrastructure Guarantee Products from Multilateral Development Banks. Inter-American Development Bank, Technical Note n. 1611, December 2018.
- PERU (2020). Lei no. 31.018, de 20 de abril de 2020. Lei que suspende a cobrança de portagens na rede rodoviária nacional, departamental e local concessionada, durante o estado de emergência nacional declarado devido ao surto de Covid-19. Disponível em <https://busquedas.elperuano.pe/normaslegales/ley-que-suspende-el-cobro-de-peajes-en-la-red-vial-nacional-ley-n-31018-1866203-1/>. Acesso em 10 de fevereiro de 2021.
- RIBEIRO, M.P.; JORDÃO, E. (2017). Como desestruturar uma agência reguladora em passos simples. *Revista Estudos Institucionais*, v. 3., n. 1, pp. 180-209.
- ROSAS, R. (2021). Fux suspende processo de encampação da Linha Amarela. Disponível em <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2021/03/03/fux-suspende-processo-de-encampacao-da-linha-amarela.ghtml>. Acesso em 30 de março de 2021.
- SCHIRATO, V. R. (2011). Os sistemas de garantia nas parcerias público-privadas. *In*: NETO, F. A. M.; SCHIRATO, V. R. Estudos sobre a Lei das Parcerias Público-Privadas. Belo Horizonte: Editora Fórum.

SILVA, M. A. B. (2020) As concessões em xeque: efeitos transcendentos do caso da Linha Amarela. Disponível em <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/columnas/infra/infraestrutura-concessoes-linha-amarela-13112020>. Acesso em 20 de novembro de 2020.

STAUDO HAR, F. (2013). Guarantee Criteria--Structured Finance. Standard & Poor's Ratings Services. Disponível em <https://www.maalot.co.il/Publications/MT20141120111323c.pdf>. Acesso em 8 de setembro de 2020.

STN (2020). Tesouro Nacional - Lei de Responsabilidade Fiscal. Disponível em <https://www.gov.br/tesouronacional/pt-br/execucao-orcamentaria-e-financeira/lei-de-responsabilidade-fiscal>. Acesso em 20 de outubro de 2020.

THE WORLD BANK. PPP Reference Guide 3.0 (2017). Disponível em <https://ppp.worldbank.org/public-private-partnership/library/ppp-reference-guide-3-0>. Acesso em 13 de outubro de 2020.

VASSALO MAGRO, J. M. (2015). Asociación Público Privada en América Latina. Aprendiendo de la experiencia. Bogotá: CAF. Disponível em <http://scioteca.caf.com/handle/123456789/758>. Acesso em 13 de outubro de 2020.

VIEIRA, B. M. C. (2016). O impacto financeiro das parcerias público-privadas na economia portuguesa. Dissertação submetida como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre em Finanças, Instituto Universitário de Lisboa. Disponível em <https://repositorio.iscte-iul.pt/bitstream/10071/14430/1/Dissertação%20de%20Mestrado%20-%20BV.pdf>. Acesso em 11 de outubro de 2020.

YOKOTA, J.; VILELA, J. (2017). O papel do BNDES no desenvolvimento da infraestrutura no Brasil vai além do crédito subsidiado. S&P Global Ratings. Disponível em https://www.spratings.com/documents/20184/2148251/CO_IFR_Outubro11_2017_OpapeldoBNDESnodesenvolvimentodainfraestruturanoBrasilvaialemcreditosubsidiado/d4ac791d-8944-41b7-8ddf-30290abaaeb2. Acesso em 25 de fevereiro de 2021.