

# Financiamento Privado de Infraestructuras Públicas através de PPPs na América Latina e Caribe

## Sumário Executivo

Catiana Garcia-Kilroy  
Heinz P. Rudolph



GRUPO BANCO MUNDIAL



## Sumário Executivo

**O financiamento de infraestruturas públicas é um desafio importante na agenda de crescimento da região da América Latina e Caribe (ALC).** Sujeitos a restrições fiscais, vários países da ALC têm visto o financiamento oriundo do setor privado como uma alternativa para o financiamento de infraestrutura pública. Com diferentes níveis de sucesso, os países da região vêm lançando mão de Parcerias Público-Privadas (PPPs) desde o final da década de 1980. Embora as necessidades de investimentos em infraestrutura pública variem entre países e setores,<sup>1</sup> em muitos casos fica claro que os recursos públicos talvez não sejam suficientes. Ainda que a infraestrutura pública na ALC continue financiada, em grande parte, pelo setor público, ainda há bastante espaço para financiamento do setor privado. Nas economias avançadas (EAs)—como a Austrália e Reino Unido—os projetos PPP são responsáveis por cerca de 10 a 15 por cento do total de investimentos em infraestrutura.<sup>2</sup>

**Este relatório analisa os desafios e opções de políticas para ampliar o financiamento do setor privado em infraestrutura pública na região da ALC através de PPPs.** Dada a diversidade dos países da ALC, este relatório se vale de uma abordagem conceitual e analisa as diferentes alternativas para o financiamento privado de investimentos públicos que distintos grupos de países podem

utilizar. Essa abordagem também faz um balanço da situação atual e do nível de desenvolvimento institucional e financeiro dos países da ALC, à luz de (promissoras) reformas legais em andamento e de inovações financeiras no financiamento de infraestrutura na ALC, nas EAs e em outras regiões.

**A maioria dos países da região não conta com setores financeiros e mercados de capitais maduros o suficiente para apoiar o financiamento de programas de PPP.** Somente países de médio e grande porte e com um nível mínimo de desenvolvimento financeiro são capazes de custear programas amplos de PPP em moeda local. Esta situação contrasta com a de outros países da ALC, menores e com setores financeiros e mercados de capitais capazes de financiar, no máximo, alguns poucos projetos emblemáticos de infraestrutura. O problema não é só o tamanho dos mercados financeiros locais, mas também seu nível de sofisticação e a estrutura de incentivos para investimentos em ativos de longo prazo.

**O financiamento internacional e as instituições financeiras de desenvolvimento (IFDs) são complementos importantes para os mercados nacionais.** Os projetos de PPP se beneficiam não só dos recursos aportados pelos bancos internacionais, mas também de transferências de tecnologia—principalmente na área de financiamento de projetos (*project finance*). Este relatório destaca que os bancos nacionais da maioria dos países da região

<sup>1</sup> Ver Fay e Andres (2017).

<sup>2</sup> Ver McKinsey Global Institute (2016).

sofrem com deficiências nesta área; parcerias com instituições internacionais, portanto, são uma boa maneira de melhorar os padrões e deixar o custo de financiamento mais eficiente. Além disso, as IFDs podem desempenhar um papel importante em países com setores financeiros menores e mercados de capitais menos sofisticados. Longe serem as únicas credoras de projetos de PPP, as IFDs têm o papel de ajudar a resolver falhas de mercado e de agir como catalisadoras para aumentar a participação de investidores nacionais e internacionais no financiamento da infraestrutura pública interna.

**A solidez da agenda de financiamento em infraestruturas na ALC depende de sua dissociação do ciclo político e da criação de sistemas resilientes de governança institucional e financeira para as PPPs.** Essa agenda exige reformas em cinco áreas críticas: (1) fortalecer as reformas em andamento na legislação e instituições de PPP, para garantir um fluxo (*pipeline*) de projetos financeiramente viáveis e fiscalmente sustentáveis; (2) ampliar o uso do *project finance* pelos bancos nacionais e globais no financiamento de projetos; (3) desenvolver um leque adequado e flexível de veículos e instrumentos de mercado de capitais; (4) tratar dos incentivos que levam os principais fundos de pensão do país a investir com horizontes de curto prazo; e (5) alterar a missão das IFDs nacionais, que deixariam de realizar investimentos diretos e passariam a se concentrar em intervenções catalíticas para resolver as falhas do mercado. Além disso, as IFDs multilaterais podem desempenhar um papel importante apoiando os governos nestas reformas e oferecendo produtos financeiros para atrair o setor privado—p.ex., instrumentos que melhoram a qualidade de crédito dos empréstimos e co-investimentos.

### O Contexto Macroeconômico e Financeiro das PPPs

**Maior eficiência é o objetivo das PPPs.** Embora a possibilidade de fazer a contabilidade extrapatrimonial dos investimentos públicos (*off-balance-sheet*

*accounting*) pelos formuladores de políticas como um incentivo atraente para o financiamento de infraestruturas via PPPs, sua principal vantagem é a capacidade de diversificar os riscos entre as partes interessadas, tirar proveito das inovações do setor privado, e conseqüentemente trazer maior eficiência no uso de recursos. No modelo tradicional de prestação de infraestrutura pelo poder público, a maior parte dos riscos fica com os contribuintes; por outro lado, no modelo das PPPs, os riscos são diversificados entre diversos atores, segundo o critério que aloca os riscos para a parte com a maior capacidade de administrá-los. Em comparação à prestação pública—modalidade em que os governos da região raramente realizam avaliações de risco—os principais riscos dos modelos de PPP devem ser devidamente identificados e precificados.

**O custo mais elevado do financiamento de projetos de PPP em comparação à prestação pública reflete um mecanismo de financiamento baseado na força dos fluxos de caixa do projeto e uma concepção de projeto mais completa e estruturada, com precificação e diversificação dos riscos.** Conceitualmente, o custo econômico total—considerando-se um certo nível de qualidade do serviço e a alocação de risco—deve ser mais baixo, devido aos ganhos de eficiência na construção e operação do serviço. Na prestação pública, a infraestrutura é financiada pelo governo a seu custo de financiamento; já no modelo de PPP, o custo de financiamento reflete a avaliação feita pelo setor privado dos riscos do projeto, a classificação de crédito do patrocinador e o custo do aumento de crédito, se necessário. Embora o segundo modelo possa ser mais caro que o primeiro, tipicamente os contribuintes não arcam com riscos comerciais—como, por exemplo, a construção e a manutenção do projeto. Padrões de desempenho, inclusive sobre a qualidade de serviço, são delineados de modo que o patrocinador do setor privado seja responsável por gerenciar esses riscos. A diversificação do risco, os ganhos de eficiência e a redução dos custos fiscais em troca de um custo de financiamento mais elevado podem agregar um valor

importante em comparação à prestação tradicional de infraestrutura pelo poder público.

**No entanto, nem todos os projetos de infraestrutura podem ser enquadrados no modelo de PPP.** O transporte é um dos setores mais adequados para as PPPs, devido a: (1) a presença de economias de escala; (2) a possibilidade de cobrar taxas; e (3) a possibilidade de impor a qualidade do serviço. As PPPs concorrem com outras formas de participação do setor privado, incluindo as privatizações. Comparadas às privatizações, as estruturas de PPP oferecem grande flexibilidade em termos de planejamento e de mudanças na demanda futura. Por definição, as concessões contêm prazos e, por isso, novos leilões se fazem necessários mais à frente no mesmo projeto; por esse motivo, o setor, por natureza, precisa garantir informações simétricas para os potenciais participantes, trazendo mais eficiência para o processo competitivo. Se o prestador atual tiver a possibilidade de reter informações relevantes—devido à complexidade da tarefa—e, por consequência, conseguir vencer leilões futuros, aí é melhor optar pela privatização ou por outra forma de participação do setor privado.

**Sempre que for selecionado o modelo com “taxa de uso,” o setor financeiro que participa da estrutura da PPP pode agregar valor fazendo a triagem de projetos viáveis.** Embora caiba ao governo selecionar os projetos de PPP com base em seus benefícios sociais e econômicos, o setor financeiro também compartilharia o papel de avaliar a viabilidade financeira dos projetos e decidir quais deles receberão financiamento e terão continuidade e quais não serão desenvolvidos. Para que essa estrutura funcione, os projetos precisam ser apresentados com alto nível de preparação/elaboração, para que os financiadores possam avaliar e precificar os principais riscos do projeto—including construção e demanda. O setor financeiro pode realizar esta avaliação financeira utilizando critérios de mercado, na medida em que os projetos não são totalmente apoiados por garantias governamentais e pagamentos do governo para a empresa concessionária. Dependendo do contexto e do país, esta pode ser uma maneira de prevenir a execução

de projetos com motivações políticas e poucos retornos sociais. Nos países com fortes instituições e estruturas de governança, os pagamentos por disponibilidade podem ser um modelo relevante para apoiar projetos com altos retornos econômicos e sociais ou para reduzir o custo de financiamento.

## O Arcabouço Institucional e Regulatório das PPPs

**Os governos na região da ALC vêm utilizando as PPPs como método de licitação / contratação desde o final da década de 1980, mas a evolução e o nível de sofisticação dos diversos mercados de PPP não têm sido uniformes.** Os programas do Chile e do México são considerados os mais bem-sucedidos da região, especialmente no setor dos transportes. O Brasil, a Colômbia e o Peru também têm trajetórias extensas de projetos de PPP. No entanto, todos esses mercados têm problemas a resolver para criar um ambiente de licitação competitivo e financiar projetos usando o *project finance*. A Argentina tem demonstrado um interesse renovado nas PPPs, mesmo que nenhum projeto de sucesso tenha sido concedido até o momento. A República Dominicana e a Jamaica são os principais mercados do Caribe e, atualmente, vêm revisando suas estruturas de PPP. Outros países, como a Bolívia, o Equador, a Nicarágua e a Venezuela ainda não desenvolveram iniciativas viáveis de PPP.

**Nas últimas duas décadas, a maioria dos países da ALC aprimorou seus arcabouços legais e políticas de PPP.** Dezenove países aprovaram leis referentes a PPPs, com estruturas de PPP constantemente revistas e aprimoradas. Por exemplo, ao longo dos anos, o Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru têm revisto suas estratégias em matéria de garantias financeiras, propostas não solicitadas, alocação de risco, governança e seleção de projetos, contabilidade e gestão de passivos contingentes, resolução de conflitos e renegociação de contratos. Embora 17 países já disponham de algum tipo de unidade de PPP, ainda restam

grandes desafios relacionados à alta demanda de potenciais projetos de PPP.

**Além disso, os governos de vários países da ALC instituíram sistemas amplos de gestão financeira para avaliar os passivos contingentes e os compromissos fiscais.** O Chile, a Colômbia e o Peru, por exemplo, dispõem de mecanismos para avaliar e contabilizar os compromissos fiscais ligados aos projetos de PPP. O Peru, por exemplo, ampliou os requisitos de caso de negócios para impor limites máximos aos compromissos financeiros assumidos pelo governo—financiamentos ou passivos contingentes. Desde o ano 2000, o governo do Chile conta com um modelo sofisticado para avaliar os passivos contingentes de projetos de PPP. Em nível subnacional, o estado brasileiro de São Paulo criou a Companhia São Paulo de Parcerias para fornecer e cuidar das garantias fiduciárias de projetos de PPP. Além disso, estão começando a ser adotadas novas normas contábeis e contratos de concessão (IPSAS 32) para as PPPs da região.

**Apesar das iniciativas para melhorar as estruturas das PPPs, ainda existem desafios—especialmente nas áreas de planejamento de infraestrutura e preparação do projeto.** Apenas alguns poucos países de região desenvolvem sua carteira de projetos com base em uma avaliação socioeconômica de custo-benefício, antes de tomar a decisão de contratação por meio de prestações públicas ou de PPPs. Além disso, em muitos países, os projetos tendem a entrar na fase de contratação sem a preparação adequada do projeto; isso decorre: (1) do desejo de acelerar a conclusão do projeto e (2) da falta de orçamento e capacidade interna. A falta de informações—principalmente de estudos de engenharia detalhados, com especificações sobre o desempenho e o escopo—e os prazos curtos para os participantes se prepararem para os processos de licitação acabam resultando em processos com baixa competitividade—em que os participantes incluem grandes margens

em seus lances para se protegerem de riscos não mensuráveis—e em incentivos para renegociar os contratos. Essas perdas de eficiência também causam atrasos dispendiosos no fechamento financeiro e, em última análise, na entrega do projeto.

**Aprimorar a elaboração do projeto e alocar os riscos adequadamente são passos essenciais para conferir maior eficiência ao processo PPP.** Nos casos em que o grau de preparação do projeto é deficitária, as autoridades públicas de vários países da região têm dificuldades em estruturar e apresentar ao mercado projetos de PPP financiáveis e capazes de gerar interesse suficiente entre os patrocinadores. Uma resposta comum dos governos de países da ALC para compensar a falta de projetos PPP financiáveis (caracterizada pela elaboração inadequada do projeto) é aceitar alocações de riscos em termos contratuais menos favoráveis que o normal. Embora essas alocações de risco possibilitem o avanço dos projetos de PPP, em última análise essas medidas tendem a minar o benefício potencial dos recursos investidos nesses projetos (“*value for money*”) e costumam, também, reduzir a eficiência, devolver os riscos para os contribuintes e aumentar os custos do projeto.

**Muitos dos patrocinadores na região da ALC vêm do setor de construção civil e têm experiência limitada com negócios financeiros de longo prazo como as PPPs.** Em muitos países, os mercados são caracterizados por alguns poucos patrocinadores locais concorrendo entre si, com relativamente pouca experiência na execução de PPPs. O baixo nível de capital dessas empresas, juntamente com pouca ou nenhuma experiência em matéria de concessões, têm contribuído para a alta taxa de renegociação de contratos e atrasos no fechamento financeiro. As evidências sugerem que a presença de empresas concessionárias internacionais com experiência em PPPs tem um efeito positivo sobre a credibilidade dos programas e atrai financiadores experientes em matéria de financiamento de projetos.

## Bancos e Financiamento de Infraestrutura

**Embora os bancos sejam os principais financiadores privados de infraestrutura pública nas EAs, os bancos nacionais da ALC têm pouca exposição ao financiamento de infraestrutura.**

Os bancos oferecem financiamento da dívida para projetos de diversas configurações de propriedade dos ativos: projetos com participação exclusivamente do setor privado, PPPs e projetos desenvolvidos por empresas estatais. Nos últimos anos, os projetos de infraestrutura desenvolvidos nos países da ALC foram financiados majoritariamente por bancos internacionais. Os bancos brasileiros têm o maior índice de participação no financiamento de infraestrutura entre todos os bancos da ALC. O Brasil é o único país da ALC com um banco classificado entre os 100 *Mandated Lead Arrangers* iniciais em 2015.

**O mercado de financiamento de projetos da ALC teve a recuperação mais forte entre todas as Economias de Mercados Emergentes (EMEs) após a crise financeira global.** Após uma queda anual de 42 por cento em 2009, os volumes da região tiveram uma recuperação rápida, dobrando a taxa pré-crise de participação de mercado em financiamento de projetos para 28 por cento em 2015. Além disso (e assim como em outras regiões), nos últimos cinco anos, os bancos têm sido as principais fontes de financiamento para projetos de infraestrutura nos países da ALC.

**Fortalecer a capacidade dos bancos nacionais para que se tornem mais ativos no financiamento de projetos é essencial para aumentar o financiamento privado em infraestrutura na região da ALC.** Com as exceções do Chile e do México, o financiamento de projetos tem sido relativamente escasso na região. Diversas pré-condições se fazem necessárias para que o financiamento de projetos passe a ser relevante e vá além de projetos esporádicos: (1) estruturas de PPP e projetos bem estruturados, com uma matriz de alocação de riscos que o setor privado

seja capaz de administrar, (2) patrocinadores de qualidade para os projetos, com solvência financeira e credibilidade, e (3) regulamentos e supervisores sensíveis às características específicas do financiamento de projetos em relação ao crédito concedido às empresas. Além disso, a presença de bancos internacionais com experiência na área de financiamento de projetos pode ajudar a fortalecer a concorrência e transferir essas habilidades para os bancos nacionais. As Instituições Financeiras de Desenvolvimento (IFDs) também têm um papel ativo a desempenhar no apoio a estas políticas.

**Mesmo nos melhores cenários, os bancos nacionais não conseguirão financiar, sozinhos, as infraestruturas públicas necessárias na região.** A base de capital dos bancos nacionais é bem menor do que a das economias avançadas, o que limita sua capacidade de financiar infraestruturas públicas. O financiamento de projetos raramente ultrapassa 3 por cento dos ativos dos bancos internacionais. Com a taxa de 3 por cento incidente sobre os bancos nacionais, as necessidades de infraestrutura pública na ALC são improváveis de ser atendidas. No entanto, o papel dos bancos ainda seria fundamental para a estruturação do projeto e o financiamento de alguns segmentos (por exemplo., tranches da fase de construção) necessários para atrair financiamento de investidores institucionais nacionais e internacionais.

**Os bancos internacionais têm um papel importante a desempenhar, tanto como fontes de financiamento quanto na transferência de competências de financiamento de projetos para os bancos nacionais.** As evidências sugerem que os bancos internacionais participam do financiamento de projetos, principalmente, de acordo com as demandas de seus clientes; por isso, é importante atrair patrocinadores internacionais de qualidade. Os bancos internacionais emprestam em moeda forte, o que tipicamente limita sua atuação a projetos no setor de bens transáveis—em particular, projetos que geram receitas em divisas fortes, incluindo portos e aeroportos. Na ausência de mercados de longo prazo, os governos podem

considerar a possibilidade de *swaps* cambiais para projetos que geram receitas apenas em moeda local. Como alternativa, os governos podem criar as condições necessárias para facilitar o financiamento em moeda local para os bancos internacionais, permitindo a emissão de renda fixa de longo prazo no mercado interno ou através de empréstimos de IFDs nacionais.

**Embora os bancos sejam as principais fontes de empréstimos para projetos de PPP, a implementação de Basileia III suscita algumas questões sobre o futuro.** Embora Basileia III represente um desafio para o setor bancário (com requisitos mais rigorosos de capital e liquidez), não há informações ou evidências suficientes para se avaliar o impacto de Basileia III na participação dos bancos locais em financiamento de projetos. No entanto, quatro medidas de risco contidas no acordo têm potencial impacto sobre o financiamento de infraestruturas, como já acontece em algumas EAs. A primeira é o índice de cobertura de liquidez (LCR, *Liquidity Coverage Ratio*), que será mais rigoroso com as “instalações comprometidas” e concedidas contratualmente para o financiamento de projetos que com outros tipos de financiamento. A segunda é o índice de liquidez de longo prazo (NSFR, *Net Stable Funding Ratio*), que restringe a defasagem dos prazos de vencimento para contratos com vencimentos superiores a um ano. Segundo esta disposição, os bancos com acesso limitado a financiamento de médio ou longo prazo enfrentariam fortes restrições ao tentar participar do financiamento de projetos que exigem prazos longos. O terceiro indicador de risco refere-se a limites mais rigorosos nos casos de exposição a grandes riscos, capazes de limitar a participação de bancos relativamente pequenos no financiamento de projetos, já que os projetos costumam ser grandes. O quarto indicador de risco é a possível eliminação dos modelos internos com base em risco (IRB, *Internal Risk-Based models*) usados no financiamento de projetos. As classificações externas podem não estar disponíveis ou podem ser proibidas, então é possível recorrer a um provisionamento de capital mais conservador.

## Mercados de Capital e o Financiamento de Infraestrutura

**Desde a crise financeira de 2008, os governos têm recorrido cada vez mais a investidores institucionais para ajudar no financiamento de infraestruturas públicas.** Embora as estimativas apontem que os bancos continuarão sendo os maiores financiadores privados de projetos de PPP, os Acordos de Basileia III podem restringir sua capacidade de conceder empréstimos a longo prazo. A atenção, portanto, se voltou para os investidores institucionais, que podem complementar os volumes de investimento, acirrar a concorrência e, principalmente, ajudar a preencher a lacuna nos prazos mais longos. Estima-se que esses investimentos crescerão bastante no futuro, visto que os ativos dos investidores institucionais vêm aumentando rapidamente nos países da ALC. Estão sendo desenvolvidos os novos instrumentos, em nível global, para deixar esses investimentos mais atraentes para os investidores institucionais; os governos também estão alterando as diretrizes regulatórias que incidem sobre os investidores institucionais para facilitar seu investimento em infraestrutura.

**Os investidores de longo prazo devem ser percebidos como complementos—e não substitutos—as fontes tradicionais de financiamento: bancos e patrocinadores.** Embora os investidores de longo prazo possam contribuir para o financiamento de infraestrutura com volumes expressivos e participações de dívidas com longos prazos, o financiamento se torna mais sustentável quando os investidores atuam em parceria com bancos qualificados e patrocinadores profissionais. Os bancos e outros parceiros podem contribuir com: (1) conhecimentos altamente especializados sobre o financiamento de projetos e infraestrutura; (2) maior apetite ao risco e capacidade de gerir certos riscos que poderiam afastar investidores de longo prazo (por exemplo, o risco de construção); e (3) maior flexibilidade na reação às contingências do projeto que possam resultar na reestruturação da dívida (por exemplo, atrasos, custos excedentes).

**As características dos ativos de infraestrutura concluídos por PPPs não costumam se alinhar às regras de investimento na ALC—que exigem, na maioria dos países, instrumentos de mercado de capitais listados.** Os desalinhamentos mais importantes são: (1) baixa liquidez, (2) baixo grau de padronização, (3) falta de parâmetros de desempenho e avaliação, (4) a necessidade de *drawdowns* parciais dos fundos durante a fase de construção dos projetos, e (5) a alta probabilidade de contingências no projeto que resultam na renegociação das cláusulas. Todas essas características representam obstáculos para os investidores institucionais—principalmente para os fundos de pensão, que, na maioria dos países, são obrigados por lei a investir em instrumentos listados, sujeitos à valorização por marcação a mercado e que não possuem as habilidades e a estrutura institucional para negociar com os patrocinadores do projeto.

**As soluções de financiamento dos mercados de capitais precisam ser flexíveis e abertas a uma série de instrumentos que correspondam às necessidades do projeto e aos diversos perfis de risco-retorno dos investidores.** A tendência global no financiamento infraestruturas aponta para a diluição da linha que divide o setor bancário e os instrumentos puramente do mercado de capitais. Estruturas híbridas de financiamento, que mesclam financiamentos de bancos e de mercados de capitais, particularmente em projetos novos (*greenfield*), conseguem resolver alguns dos desafios enfrentados por soluções puramente ligadas ao mercado de capitais. Através destas estruturas, os bancos podem oferecer financiamento com prazos mais curtos e assumir a função de credor controlador, enquanto os investidores institucionais ficam com os prazos mais longos e dependem, em parte, da experiência mais ampla dos bancos em matéria de financiamento de infraestrutura. Projetos nas fases menos arriscadas de operação e manutenção e com fluxos de caixa estáveis podem ser financiados com mais facilidade apenas com os instrumentos dos mercados de capitais.

**O desafio na região da ALC é explorar, de forma mais sistemática, novos instrumentos**

**dos mercados de capitais não listados, como alternativas aos instrumentos listados tradicionais.** Tais instrumentos seriam mais adequados ao financiamento de projetos de infraestrutura e seriam capazes de atrair bancos e investidores institucionais estrangeiros. Já existe um mercado crescente de *private placement* off-shore para investidores internacionais e seus projetos de financiamento de infraestrutura na região. Os instrumentos com os resultados mais promissores incluem debêntures para o financiamento de projetos (*project bonds*), *equity* e fundos de dívida—embora, em alguns casos especiais, os investimentos diretos talvez sejam a melhor opção. Os *project bonds* estão se desenvolvendo gradualmente na ALC, embora ainda enfrentem o desafio de evoluir para estruturas padronizadas e níveis de risco de crédito mais aceitáveis para uma base mais ampla de investidores. A disponibilidade de instrumentos de aumento de crédito oferecidos pelos bancos de desenvolvimento ou multilaterais é importante nos estágios iniciais de inovações em *project bonds*. Os fundos de dívida de infraestrutura na ALC têm perspectivas promissoras de atrair investidores nacionais e fornecer financiamento de longo prazo, junto com os bancos da fase de construção. Já existem fundos de investimento em infraestrutura na região, mas eles poderiam ser aprimorados para fornecer capital aos patrocinadores nacionais.

**Estruturas robustas de PPP e financiamento de projetos são condições prévias e fundamentais para o sucesso das soluções de financiamento do mercado de capitais.** Salvo algumas exceções, essas duas estruturas não existem na ALC. Nessa situação, o financiamento de infraestrutura por meio de instrumentos do mercado de capitais tem sido esporádico ou tem se concentrado em instrumentos off-shore—ou mesmo títulos públicos estruturados, que são fiscalmente insustentáveis.

**Apenas alguns poucos países da região conseguirão angariar financiamento para infraestruturas através de mercados de capitais de modo sistemático.** Os pré-requisitos incluem a existência de investidores institucionais nacionais de longo prazo e um mercado de dívida pública



relativamente desenvolvido para referenciar os preços. Outras condições conducentes incluem agências de classificação de crédito de qualidade, uma estrutura de apoio para os investidores institucionais—tanto no lado da emissão quanto nas regras de investimento—e a disponibilidade de opções de aumento de crédito para custear as fases iniciais de inovações no mercado de capitais.

## Investidores Institucionais e o Financiamento de Infraestruturas

**A grande lacuna de infraestrutura na região contrasta com as estruturas da carteira de seus fundos de pensão**, com grande parcela dos investimentos em títulos públicos e depósitos bancários. Embora o problema da falta de diversificação decorra, parcialmente, da falta de instrumentos financeiros, as questões regulatórias tendem a enviesar os investimentos dos fundos de pensão para que optem por títulos com prazos mais curtos.

**O modelo de “fundos de pensões abertos de contribuição definida (CD)” predomina entre os fundos de pensão na ALC.** Esses sistemas existem no Chile, Colômbia, Costa Rica, República Dominicana, El Salvador, México, Panamá, Peru e Uruguai. Os fundos de pensão são administrados por sociedades gestoras de fundos de pensão (SGFPs), entidades que se dedicam exclusivamente à gestão de fundos de pensão. As contribuições são obrigatórias para todos os empregados dependentes, que podem trocar de SGFP praticamente a qualquer momento. Além disso, as legislações da maioria dos países permitem que as SGFPs ofereçam carteiras de pensões diferentes (“multifundos”), com regras de investimento bem definidas e estruturadas por tipos de instrumentos e pelo grau de exposição. No sistema de pensões de CD, as pensões são calculadas em função do valor dos ativos acumulados até a aposentadoria. À exceção do Chile, que conta com um mercado de anuidade bem desenvolvido, as opções de aposentadoria nos demais países ainda estão sob o período de transição o tem tido mudanças—inclusive

no Peru, que recentemente permitiu que os contribuintes saquem a grande maioria de seus recursos ao chegar à idade da aposentadoria.

**Ao contrário do que muitos pensam, os fundos de pensão de CD não são, necessariamente, investidores de longo prazo—e, conseqüentemente, também não são os compradores naturais de títulos de infraestrutura.** Uma vez que os incentivos regulatórios promovem concorrência em relação aos retornos de curto prazo, os fundos de pensão de CD não têm, necessariamente, incentivos para investir em instrumentos de longo prazo—como títulos de infraestrutura—que oferecem mais volatilidade em comparação a instrumentos de renda fixa de curto prazo. Nesse sentido, a presença de outros investidores institucionais—como as empresas de anuidade, com forte preferência por vencimentos de longo prazo—pode ajudar a puxar os fundos de pensão para uma situação de equilíbrio a longo prazo. No caso do Chile, a profundidade do mercado de títulos soberanos de longo prazo e a forte demanda por longo prazo das empresas de anuidade motivaram os fundos de pensão a investir em títulos de infraestrutura. No resto da ALC, a abordagem mais cautelosa dos fundos de pensão de CD em relação aos títulos de infraestrutura pode ser explicada não só pela baixa presença de empresas de anuidade, mas também pela qualidade de alguns programas de PPP durante os diversos estágios de implementação.

**Mudanças regulatórias podem ajudar a alinhar os investimentos dos fundos de pensão de CD aos objetivos de longo prazo dos contribuintes.** Na ausência de obrigações de longo prazo para os fundos de pensão, os países podem considerar mudanças nas regras de investimento dos fundos de pensão obrigatórios, através da introdução de uma duração mínima da carteira de renda fixa. Essas regras teriam de ser alinhadas à gama de instrumentos disponíveis, de modo a evitar distorções na estrutura da curva de rendimentos. Uma alternativa seria o arcabouço regulatório considerar o uso de *benchmarks* (referências) de longo prazo nas carteiras dos fundos de pensão,

levando em conta os objetivos de longo prazo dos contribuidores.

**Embora os fundos de pensão de Benefício Definido (BD) também apoiem os títulos de infraestrutura, a maioria dos planos existentes na região vem reduzindo gradualmente os prazos de suas obrigações financeiras.** O Brasil possui os maiores fundos de pensão de BD na região: cerca de 80 por cento dos ativos dos fundos de pensões fechados seguem o modelo de BD (aproximadamente US\$ 160 bilhões). Visto que a maioria desses planos já não admite novos participantes há mais de uma década e seus passivos vêm diminuindo com o tempo, seu apetite para investimentos em títulos de longo prazo também vem diminuindo gradualmente. Apesar disso, os fundos de pensão de BD no Brasil têm o potencial de apoiar investimentos em infraestrutura pública e dispõem do volume necessário para passar a desempenhar um papel mais ativo como investidores institucionais no financiamento de infraestruturas. O principal desafio regulatório é o desenvolvimento de veículos de investimento adequados a seu apetite de risco, principalmente levando-se em conta sua aversão ao risco de construção e a dificuldade em lidar com a Curva J.

**Para que os investidores institucionais participem no financiamento de infraestruturas, é essencial que os veículos financeiros contenham acordos aceitáveis de partilha de risco.** O acordo contratual deve especificar os tipos de riscos que os obrigacionistas estão dispostos a assumir. Por exemplo, os fundos de pensão não costumam participar das fases de construção, mas eles tem apetite pelos projetos na fase operacional. Os riscos de liquidez, são significativos especialmente no caso dos fundos CD.

**A padronização do veículo financeiro pode facilitar o investimento em infraestrutura por parte dos fundos de pensão de CD.** Segundo as regras, a participação desses fundos de pensão na emissão de ações e obrigações deve ser minoritária; por isso, os fundos de pensão têm forte preferência por instrumentos capazes de atingir um nível mínimo de

liquidez. Na medida em que a estrutura dos títulos de infraestrutura se assemelha à de outros títulos nas carteiras dos fundos de pensões—incluindo os soberanos e corporativos—e os riscos são devidamente precificados, os fundos de pensão podem agregar uma grande demanda por esses ativos. Embora a padronização do instrumento possa ajudar a aumentar o volume, ela não pressupõe o aumento da capacidade de monitoramento.

**Além disso, investimentos feitos por meio de intermediários—como no caso dos fundos de investimento—podem fortalecer a capacidade dos investidores institucionais de monitorar os projetos.** Como puros gestores de carteira, os fundos de pensão de CD, de modo geral, têm capacidade limitada de monitorar cada projeto individualmente. Portanto, a presença de fundos de infraestrutura com gerentes experientes pode ajudar a mitigar a seleção de projetos e garantir que os projetos selecionados sigam boas práticas. É essencial, no entanto, a existência de acordos completos de empreendimento coletivo, definindo claramente as responsabilidades dos sócios comanditados.

## O Papel das IFDs no Financiamento de Infraestrutura

**As IFDs podem desempenhar um papel complementar no financiamento de infraestruturas.**<sup>3</sup> As IFDs devem fornecer adicionalidade aos casos em que as falhas de mercado inibem a participação do setor financeiro; porém, à medida que as condições melhoram, as IFDs devem estar prontas para recuar e deixar que o mercado financeiro siga em frente por conta própria. Como consequência de circunstâncias diversas (por exemplo, o grau de desenvolvimento do mercado em questão ou a falta

<sup>3</sup> À exceção do Chile, a maioria dos outros programas de PPP na região recebe apoio de IFDs. O programa chileno de PPPs é credível, tem capacidade institucional relativamente forte e dispõe do apoio de financiadores nacionais e internacionais. Com isso, o país passou a contar com financiamento do setor privado para projetos de infraestrutura.

de habilidade), os financiadores privados de alguns mercados podem não estar preparados para avaliar ou administrar os riscos inerentes à estrutura das PPPs. Nestas circunstâncias, as IFDs podem desempenhar um papel catalisador para atrair financiamento do setor privado em infraestrutura. Além disso, as IFDs podem apoiar as autoridades de PPP ajudando a aumentar o nível de qualidade da elaboração do projeto. Para cumprir essas tarefas, é essencial que as IFDs da região alinhem suas missões e estruturas de governança a estes objetivos, de modo a garantir a adicionalidade de suas intervenções.

**A credibilidade das IFDs deve ter como base uma estrutura sólida de capital e um nível adequado de governança.** O papel catalisador das IFDs só será verdadeiramente eficaz se elas forem vistas pelo mercado como instituições independentes do governo. Com base no princípio de plena concorrência e com boa governança, as IFDs podem ser fundamentais para alavancar a participação do setor privado em casos de falhas de mercado. As falhas de mercado que justificam a presença das IFDs no financiamento de infraestrutura decorrem de alguns motivos:

- a. Falta de experiência do setor financeiro nacional em matéria de estruturas de financiamento do tipo *project finance*, sem recurso para o balancete do patrocinador (*non-recourse financing*).** Esta é uma área comum em vários países da região, e as IFDs podem contribuir fornecendo a capacidade técnica para os bancos e outras instituições financeiras privadas.
- b. Falta de porte, profundidade e sofisticação do setor financeiro nacional.** Visto que a falta de desenvolvimento do setor financeiro afeta a capacidade de financiamento de projetos de longo prazo na ALC, as IFDs podem apoiar o financiamento de projetos a longo prazo de diversas maneiras: Empréstimos de segunda linha a longo prazo para os bancos, empréstimos de longo prazo que complementam os empréstimos de curto prazo dos bancos, ou

garantias parciais que atraem investidores institucionais, ao invés de fornecer financiamento direto aos projetos.

- c. Informações assimétricas nas fases iniciais ou revistas da implementação da estrutura de PPP.** O apoio das IFDs pode ajudar a aumentar a credibilidade em novas concessões, considerando as experiências menos exitosas de financiamento privado em programas ou projetos anteriores de PPP. As IFDs podem ajudar a mitigar esses riscos proporcionando avaliações independentes do novo quadro de riscos e co-investindo em infraestruturas públicas juntamente com outros parceiros do setor privado.
- d. Risco de contraparte de governos centrais ou subnacionais com baixas classificações de crédito.** Na ALC, embora os países maiores e com grau de investimento tenham riscos de contraparte que os investidores, tipicamente, conseguem administrar, alguns países menores—com classificações de crédito aquém do grau de investimento e mercados financeiros menos desenvolvidos—podem ter dificuldades em atrair investidores internacionais para o financiamento de seus programas ou projetos de PPP. As IFDs podem dar um apoio fundamental às fases iniciais de implementação da estrutura de PPP através do uso de garantias parciais em todas as fases do ciclo do projeto, enquanto a estrutura de PPP é testada e consolidada.
- e. Falta de preparo das empresas concessionárias locais.** Uma característica comum na ALC é a capacidade limitada das empresas concessionárias locais de lidar com programas de PPP de grande porte. Através da disponibilização de conhecimentos técnicos, do apoio de parceiros estratégicos e da promoção de capital privado direcionado a essas empresas, as IFDs podem desempenhar um papel importante na preparação destas empresas para as licitações. O fortalecimento da capacidade técnica e financeira das empresas concessionárias locais é de

suma importância em casos com participação limitada de patrocinadores estrangeiros.

- f. Falta de um mercado de cobertura (*hedge*) do risco cambial de longo prazo.** O risco cambial é uma das áreas mais desafiadoras do financiamento de projetos na região. Embora a participação de instituições financeiras estrangeiras possa ser necessária, elas podem não querer financiar projetos que gerem receitas em moeda local. Talvez isso não ocorra em países maiores (como o Brasil e o México), mas os mercados menores ficam em uma situação difícil. Com o apoio técnico das IFDs, os tesouros nacionais podem se ver a necessidade de oferecer produtos de *hedge* capazes de lidar com os riscos de câmbio—incluindo *swaps* cambiais de longo prazo—enquanto seus mercados amadurecem. Tais produtos devem ser precificados de modo a refletir as melhores estimativas de preços a longo prazo.

**Além disso, as IFDs podem ajudar os governos a melhorar a viabilidade financeira dos projetos quando, por razões técnicas, a elaboração e as informações do projeto encontram-se aquém dos padrões do mercado.** Problemas de qualidade na elaboração dos projetos ocorrem com alguma frequência na ALC—em diferentes níveis, dependendo do país. Os projetos são, muitas vezes, licitados sem o devido preparo—mesmo em países com estruturas sólidas de PPP. As IFDs multilaterais e nacionais podem contribuir com financiamento e experiência. Elas também podem ajudar na transferência de experiências e conhecimentos entre os países sobre a elaboração de projetos, bem como recomendar melhores práticas e ajudar a padronizar os procedimentos de avaliação e estruturação de PPPs e concessões nos países da ALC.

### **Este relatório está dividido em seis capítulos.**

O primeiro capítulo apresenta o contexto macroeconômico e financeiro dos programas de PPP. Ao contrário do que se imagina—que os regimes de PPP são apenas um mecanismo de contabilidade extrapatrimonial dos investimentos públicos, este capítulo argumenta que o resultado mais valioso das PPPs é a eficiência, considerando-se a alocação adequada dos riscos. O Capítulo 2 apresenta o arcabouço regulatório e institucional das PPPs na ALC e traz uma comparação entre a região e as EAs. O Capítulo 3 faz uma análise dos pontos fortes e fracos do setor bancário na região e sua capacidade de financiar projetos de PPP. O Capítulo 4 analisa os mercados nacionais de capital e os instrumentos e veículos financeiros que podem facilitar o financiamento não-bancário. O Capítulo 5 analisa o papel dos investidores institucionais nacionais e suas restrições e incentivos para investir em infraestrutura pública. O último capítulo trata do papel das instituições financeiras de desenvolvimento, sua atuação na resolução das falhas de mercado e sua contribuição “a montante” na elaboração do projeto, quando necessário. A Tabela ES.1 apresenta alguns indicadores básicos de financiamento de infraestrutura na região. Esses indicadores são detalhados no Apêndice 1.

## **Referências**

- Fay, Marianne e Luis Alberto Andres. 2017. *Rethinking Infrastructure in Latin America and the Caribbean—Spending Better to Achieve More*. Washington, DC: World Bank.
- McKinsey Global Institute. 2016. “Bridging Global Infrastructure Gaps.” McKinsey&Company. June.

**Tabela ES.1:** Panorama do Financiamento de Infraestrutura na Região da ALC

Número de países da ALC com legislação sobre PPP	19
Número de países da ALC com uma unidade de PPP	17
Prazo médio entre o fechamento comercial e financeiro (em meses)	9–12
Contratos adjudicados que são renegociados	50–80%
Financiamento de projetos voltado para o financiamento de infraestruturas (2015)	28%
Financiamento de PPPs por bancos comerciais	39%
Empréstimos de financiamento de projetos no balancete dos bancos (2015)	0,74%
Fluxos bancários de financiamento de projetos internacionais recebidos pelos três países principais (1997–2015)	73%
Número de países sem financiamento de projetos proveniente de bancos internacionais	12
Project bonds na dívida total de financiamento de projetos em países da ALC (2013–2016)	19%
Financiamento de infraestrutura aportado por IFDs (2011-2015)	30%

*Nota:* Dados de 2016, salvo indicação em contrário. As percentagens referem-se aos totais abaixo de cada item.



## Principais Conclusões

**E**mbara as PPPs costumem ser vistas como um mecanismo para não incluir os investimentos públicos no balanço (*off-balancing*), a principal vantagem das PPPs é o maior grau de eficiência e qualidade decorrente da alocação dos riscos para os atores públicos e privados.

Embora os custos de financiamento possam parecer mais elevados em comparação ao financiamento puramente público de infraestrutura, esse prêmio das PPPs reflete os riscos retirados dos contribuintes, incluindo riscos de construção, desempenho e receita, entre outros. Em troca, e expectativa é de que as PPPs ofereçam um serviço de melhor qualidade e inferior *all-in cost* em comparação à prestação pública.

As PPPs não são adequadas para todos os países e setores. Somente países de médio e grande porte com um nível mínimo de desenvolvimento financeiro são capazes de custear programas amplos de PPP em moeda local. Outros países da ALC podem recorrer às PPPs para financiar projetos emblemáticos.

Aprimorar a elaboração dos projetos e alocar os riscos adequadamente são passos essenciais para aumentar a eficiência dos processos de PPP na ALC. É essencial evitar práticas que compensem a falta de preparo no projeto com termos contratuais mais arriscados e menos favoráveis para o setor público nas PPPs.

A alocação do risco de projetos de PPP deve gerar incentivos para o setor financeiro avaliar a viabilidade financeira dos projetos, nos dois modelos de pagamento: taxas pagas pelos usuários e pagamentos por disponibilidade. Dependendo do contexto do projeto e do país, cada modelo teria seus pontos fortes e fracos (*trade-offs*). Os modelos com taxas pagas pelos usuários, quando utilizados, podem impedir a execução de projetos politicamente motivados e com baixos retornos sociais.

As grandes concessionárias estrangeiras podem ajudar a atrair financiamento de bancos internacionais. Essas instituições podem ser essenciais na transferência de tecnologias de financiamento de projetos para instituições financeiras locais.

O risco cambial é uma grande limitação à participação dos bancos internacionais no financiamento de projetos de infraestrutura pública. Sob certas circunstâncias, pode se justificar a oferta de *hedge* cambial por parte do governo. Por outro lado, os países podem visar a oferta de financiamento em moeda local para bancos internacionais por meio do mercado de capitais ou de IFDs nacionais.

Embora os bancos tenham sido os principais financiadores de infraestrutura do setor privado, a introdução dos Acordos de Basileia III põe em dúvida a capacidade dos bancos de continuar oferecendo financiamento a longo prazo.

O mercado de capitais, apoiado por uma variedade de instrumentos financeiros, pode desempenhar um papel importante na complementação do financiamento proveniente dos bancos, ao canalizar os investimentos para prazos mais longos. Estruturas híbridas de financiamento podem ajudar para atrair financiamento de certos investidores institucionais (nacionais e internacionais) para novos projetos.

Os principais investidores institucionais na ALC são os fundos de pensões de contribuição definida. Visto que esses fundos concorrem por retornos de curto prazo, eles não se comportarão, necessariamente, como investidores de longo prazo.

Investidores naturais de longo prazo—por exemplo, os fundos de pensão de benefício definido, como no caso do Brasil, e as empresas de anuidade, como as do Chile—podem atuar como catalisadores e trazer outros investidores institucionais para o financiamento de longo prazo.

Veículos padronizados de investimento, que possam usar os títulos de longo prazo do Tesouro como *benchmark*, podem fazer dos títulos de infraestrutura um ativo atrativo para os fundos de pensão de contribuição definida.

Ao tratar das falhas de mercado, as instituições financeiras de desenvolvimento podem ajudar a atrair financiadores privados de infraestrutura.

As instituições financeiras de desenvolvimento também têm um papel importante a desempenhar como consultores independentes, apoiando o governo na elaboração dos projetos quando necessário.

A credibilidade das instituições financeiras de desenvolvimento precisa ser pautada por padrões de governança fortes e objetivos claros.



# Principais recomendações

## Estruturas Institucionais e Regulatórias das PPPs

- ❖ Programas amplos e bem elaborados de projetos de infraestrutura pública, acompanhados de estruturas sólidas de PPP que oferecem uma alocação de riscos eficiente entre as partes interessadas, são fundamentais para atrair a atenção dos financiadores.
- ❖ Reforçar a elaboração do projeto com um nível adequado e simétrico de informações para as partes interessadas, concluir contratos de PPP e estabelecer processos transparentes de licitação/contratação com tempo suficiente para a elaboração de propostas de qualidade e participação de patrocinadores internacionais.
- ❖ Padronizar contratos de PPP para facilitar a participação do setor privado e reduzir os custos de transação.
- ❖ Garantir que os pagamentos por disponibilidade e as garantias públicas não ajam como substitutos para deficiências na elaboração do projeto.
- ❖ No contexto de cada projeto e de cada país, avaliar qual matriz de alocação de riscos— incluindo os modelos de receita por “taxa de uso” ou “pagamentos por disponibilidade”— geraria os melhores incentivos para o setor

privado oferecer o serviço com o máximo de qualidade, avaliar a viabilidade financeira do projeto e seguir em frente com o custo de financiamento mais baixo possível.

## Bancos e Financiamento de Infraestrutura

- ❖ Proporcionar as condições necessárias para atrair a concorrência de concessionárias estrangeiras e bancos estrangeiros em programas de PPP.
- ❖ Equalizar o arcabouço regulatório de financiamento de projetos para os bancos, no que diz respeito aos mecanismos tradicionais de financiamento (financiamento corporativo)
- ❖ Monitorar o potencial impacto da implementação de Basileia III sobre o financiamento de projetos.

## Mercados de Capital e o Financiamento de Infraestrutura

- ❖ As soluções de financiamento dos mercados de capitais (como, p.ex., as estruturas híbridas de financiamento) precisam ser flexíveis e abertas a uma ampla gama de instrumentos que correspondem às necessidades do projeto e aos perfis de risco-retorno dos investidores.



- ❖ Explorar mais sistematicamente os novos veículos e instrumentos como alternativas aos instrumentos tradicionais e listados do mercado de capitais: *project bonds*, *equity* e fundos de dívida.
- ❖ É necessária uma agenda paralela para promover um ambiente propício ao mercado de capitais, incluindo uma curva de rendimento confiável de títulos de longo prazo do governo para uso como referência, investidores institucionais nacionais e regras de emissão e de investimento conducentes ao financiamento de infraestruturas.

### Investidores Institucionais e o Financiamento de Infraestrutura

- ❖ Alterar as regras para incentivar os investimentos de longo prazo, incluindo a duração mínima das carteiras de renda fixa dos regimes de pensões de CD, para ajudar a canalizar os investimentos de longo prazo dos fundos de pensão para o setor de infraestrutura.
- ❖ Superar barreiras regulatórias para desenvolver o mercado de anuidade.

- ❖ Desenvolver veículos financeiros padronizados e que refletem acordos de partilha de risco aceitáveis, para atrair os investimentos dos fundos de pensão.

### Falhas de Mercado e o Papel das IFDs no Financiamento de Infraestrutura

- ❖ Alinhar as missões e estruturas de governança às justificativas das falhas de mercado para garantir a adicionalidade das intervenções das IFDs.
- ❖ Garantir que as IFDs possam oferecer uma gama de produtos financeiros (por exemplo, garantias parciais, co-investimento, veículos padronizados de investimento) para atrair financiadores privados e, idealmente, oferecer esses produtos a preço de mercado.
- ❖ As IFDs podem desempenhar um papel importante no apoio às autoridades encarregadas das PPPs para melhorar a qualidade da elaboração dos projetos.



**GRUPO BANCO MUNDIAL**