

# COMO LIDAR COM O RISCO DE FINANCIAMENTO DE CONCESSÕES E PPPS EM PERÍODOS DE NORMALIDADE E DE CRISE<sup>1</sup>

Mauricio Portugal Ribeiro<sup>2</sup>

## 1. Introdução

Estamos passando por uma crise de liquidez nos setores de infraestrutura, cuja consequência é a retração de todos os financiadores tradicionais (bancos públicos, bancos comerciais, órgãos multilaterais e mercado de capitais), que, diante das incertezas sobre o futuro de curto prazo do setor, preferem destinar recursos para outros setores.

Como já tratei em outro artigo, essa crise é consequência da combinação dos desdobramentos das investigações da Operação Lava-Jato da Polícia Federal com a desaceleração do ritmo de crescimento e piora dos fundamentos econômicos do país.<sup>3,4</sup>

---

<sup>1</sup> Gostaria de agradecer a Carla Castro Malhano pela revisão de texto que fez desse artigo e por ter me ajudado com as referências e notas de rodapé. Eventuais erros e omissões são exclusivamente de minha responsabilidade.

<sup>2</sup> Mauricio Portugal Ribeiro é advogado especializado na estruturação, licitação e regulação de contratos de Concessões e PPPs nos setores de infraestrutura, sócio de Portugal Ribeiro Advogados (mauricio@portugalribeiro.com.br), e autor, entre outros, do livro “Concessões e PPPs: melhores práticas em licitações e contratos”, publicado pela Editora Atlas, São Paulo, em 2011 e “Comentários à Lei de PPP – fundamentos econômico-jurídicos”, publicado pela Malheiros Editores, São Paulo, 2011 (esse último em coautoria com Lucas Navarro Prado).

<sup>3</sup> Uma análise mais detida sobre as consequências da crise de liquidez mencionada foi realizada no artigo “Remediando os problemas de liquidez para evitar o colapso do setor de infraestrutura brasileiro”, de minha autoria e disponibilizado na internet em: <<http://pt.slideshare.net/portugalribeiro/remediando-os-problemas-de-liquidez-do-setor-de-infraestrutura7-limpa>>

<sup>4</sup> Apesar do mercado nesse momento ter dúvidas sobre a capacidade da Petrobrás cumprir seus compromissos, os bancos públicos deveriam ser capazes de realizar avaliação diferenciada da capacidade de pagamento da Petrobrás e, supondo que os problemas serão corrigidos no médio prazo, não deveriam ser influenciados pela crise momentânea de credibilidade. Aliás, isso sim seria uma função importante a ser cumprida por bancos públicos. Financiar empresas como a Petrobrás, a Sete Brasil ou fornecedores da Petrobrás ou da Sete Brasil, com base no risco de crédito dessas empresas, em períodos de normalidade deveria ser atividade de bancos privados e não de

Empresas no setor de infraestrutura ainda solventes, com créditos a receber no curto prazo que superam em muito as suas dívidas, estão entrando em processo de recuperação judicial para minorar seus problemas de liquidez e dar maior segurança a eventuais compradores de seus ativos.

Em outros casos, os problemas de liquidez se converteram já em problemas de solvência, pela ocorrência do vencimento antecipado e/ou cruzado de dívidas.<sup>5</sup>

Por outro lado, a demanda por melhoria da qualidade e expansão das infraestruturas existentes no país continua intacta e a sua satisfação continua central para melhorar a qualidade de vida da população, para aumentar a competitividade e assegurar o crescimento de longo prazo da economia do país.

Para dar cabo dessas demandas, vários contratos de concessão ou PPP foram assinados recentemente, mas alguns já estão passando por dificuldades de financiamento.

Outras concessões e PPPs com licitação em curso ou a serem iniciadas em breve (como, por exemplo, as anunciadas recentemente pelo Governo Federal) correm o risco de darem vazias por não haver, em vários desses casos, tratamento adequado do risco de financiamento.<sup>6</sup>

Há ainda os contratos de concessões e PPPs que precisam ser alterados para inclusão de novos investimentos, como os do setor de saneamento, para tentar minorar os efeitos da crise hídrica. Essas alterações serão inviabilizadas ou inefetivas se não houver um tratamento adequado do risco de financiamento.

Nesse contexto, pretendo explicar nas linhas a seguir, em primeiro lugar, porque é importante o financiamento das concessões e PPPs (item 2) e como são, em regra, financiadas as concessões e PPPs no Brasil (item 3). Aos leitores familiarizados com esses assuntos, aconselho ignorar os itens 2 e 3 e passarem direto para o item 4. Quanto aos demais itens deste artigo, seus temas seguem enunciados abaixo:

- No item 4, vou descrever como é geralmente tratado o risco de financiamento nos contratos de concessão e PPP brasileiros;
- No item 5, vou tratar dos impactos dos financiamentos subsidiados sobre a modelagem dos projetos de concessão e PPP;

---

bancos públicos, se considerarmos que os bancos públicos não deveriam competir com os bancos privados em atividades que esses podem exercer normalmente.

<sup>5</sup> Mesmo os bancos públicos como o BNDES se retraíram e, com isso, contribuíram para aprofundar a crise, mas, na minha opinião, eles deveriam desempenhar uma função contracíclica nessas situações de crise – o que, nesse caso, significaria prover liquidez para empresas com diversos créditos a receber (i) perante a Petrobrás, que suspendeu pagamentos de obras já executadas e medidas que poderiam ser eventualmente usados como garantias; e (ii) perante aos outros órgãos públicos que suspenderam pagamentos, ou por um temor indevido dos efeitos da declaração de inidoneidade ou porque, do ponto de vista das suas finanças, não estão conseguindo realizar o pagamento das obras, inclusive as já realizadas e medidas.

<sup>6</sup> Vide Ribeiro, Mauricio Portugal. “Novo pacote de infraestrutura do Governo Dilma: 15 erros que precisam ser corrigidos”, disponível na internet em: <<http://pt.slideshare.net/portugalribeiro/o-que-precisa-mudar-no-pil-final-publicado-em>>.

- Nos itens 6 e 7 vou proceder à avaliação do tratamento tradicional do risco de financiamento nos contratos de concessão e PPP e indicar como ele deveria ser alocado nesses contratos, se consideradas as melhores práticas sobre esse assunto;
- No item 8, vou evidenciar que a necessidade de dar ao risco de financiamento o tratamento que sugeri no item 7 é decorrência dos custos de financiamento para infraestrutura no Brasil serem subsidiados; e
- Por fim, no item 9, vou sugerir tratamento para o risco de financiamento nos 3 casos acima mencionados: (a) contratos em licitação; (b) contratos em curso com necessidade de financiamento para viabilizar novos investimentos, incluídos ou a serem incluídos no contrato por decisão do Poder Concedente; (c) contratos já assinados, mas ainda sem financiamento-ponte ou de longo prazo assinado.

## 2. Por que é importante o financiamento das concessões e PPPs?

Já expliquei em outros trabalhos a relevância do financiamento de concessões e PPPs e, por isso, vou fazê-lo novamente aqui de forma sumária, encaminhando o leitor que deseja se aprofundar no tema para outros trabalhos.<sup>7</sup>

Existem duas fontes principais de capital para projetos em geral e para os de infraestrutura: (i) o capital próprio dos patrocinadores do projeto (normalmente chamado de *equity*), cujas contribuições se fazem em troca de ações da sociedade de propósito específico concessionária da PPP ou concessão; (ii) ou o capital de terceiros, geralmente chamado de financiamento, que provém do mercado bancário, de órgãos multilaterais sob a forma de contratos de mútuo, ou do mercado de capitais sob a forma, por exemplo, de debêntures no mercado doméstico ou *bonds* no mercado internacional.

A obtenção de capital de terceiros para o projeto é importante porque ele reduz o seu custo financeiro global.

É que, como o patrocinador do projeto (investidor em *equity*) é o último a ser remunerado entre os “credores” do projeto, a taxa de rentabilidade esperada do seu investimento embute os riscos que decorrem dessa posição de “último a ser pago”.

Já o capital de terceiros, como tem prioridade sobre diversos créditos (exceto aqueles indispensáveis para a operação do negócio, como custos operacionais, de natureza trabalhista e tributária), corre risco menor que os recursos provindos dos patrocinadores do projeto e, por isso, o capital de terceiro é remunerado por taxas menores que a exigida pelos investidores em *equity*.

Nesse contexto, utilizar capital de terceiros leva a um barateamento do custo financeiro global do projeto, o que resulta em menores custos para os usuários e para o Poder Concedente, que são, em última análise, as fontes finais para pagamento do investimento em *equity* e do financiamento.

---

<sup>7</sup> Em especial recomendo a leitura do capítulo “A proteção e garantias aos financiadores e o acompanhamento e fiscalização dos aspectos financeiros da SPE no edital e no contrato de concessão comum e PPP”, na fls. 136 e seguintes do livro “Concessões e PPPs. Melhores práticas em Licitações e Contratos”, também de minha autoria.

Por isso, é de interesse público que as concessões e PPPs sejam estruturadas de modo a permitir e facilitar o financiamento dos investimentos.

### **3. Como são, em regra, financiadas as concessões e as PPPs no Brasil?**

Essa pergunta precisa ser destrinchada em várias outras perguntas que farei abaixo e às quais tentarei dar respostas objetivas.

#### **3.1. Quem em regra financia as concessões e PPPs?**

Apesar de haver, nos setores de infraestrutura, financiamentos realizados por órgãos multilaterais, pelo mercado de capitais e pelo mercado bancário privado, a forma mais comum de financiamento nesses setores é o subsidiado, por meio do BNDES ou de outros bancos públicos como a Caixa Econômica Federal e o Banco do Brasil. Vou me referir de agora em diante a esses 3 bancos em conjunto como “Bancos Públicos”.

#### **3.2. De onde provém o “*funding*” para que os Bancos Públicos realizem o financiamento das concessões e PPPs no Brasil?**

As condições pelas quais os bancos emprestam recursos estão intrinsecamente vinculadas às condições em que eles obtêm recursos no mercado.

Tratando-se de empréstimos dos Bancos Públicos para concessionárias, suas condições subsidiadas tradicionalmente eram coerentes com as condições subsidiadas do *funding* a que eles têm acesso.

O BNDES costuma utilizar, para tanto, os recursos do FAT – Fundo de Amparo ao Trabalhador, cuja remuneração é vinculada à TJLP – Taxa de Juros de Longo Prazo, que, por sua vez, é estipulada pelo CMN – Conselho Monetário Nacional em patamares inferiores às taxas básicas do mercado, como a SELIC ou o CDI.

Mais recentemente, como os níveis de desembolso do BNDES atingiram patamares incompatíveis com os recursos disponíveis do FAT, ele também tem utilizado recursos do Tesouro Nacional, que são aportados no BNDES sob a forma de *equity*.<sup>8</sup>

A Caixa Econômica Federal, por outro lado, utiliza recursos do FGTS para financiamento de concessões e PPPs nos setores em que a legislação sobre esses recursos permite, que usualmente são os de saneamento e habitação popular.

#### **3.3. Como o financiamento subsidiado é disponibilizado para os potenciais participantes de licitação?**

Os Bancos Públicos dão a público – por ocasião da divulgação do edital de licitação da concessão ou PPP – as condições nas quais pretendem financiar o projeto.

---

<sup>8</sup> Esses recursos aportados no BNDES muitas vezes foram obtidos pelo Tesouro Nacional no mercado de crédito a taxas superiores à remuneração paga pelos empréstimos realizados pelo BNDES. Por isso, nos últimos anos, frequentemente houve críticas de economistas sobre as consequências fiscais dessa operação, em tese financeiramente deficitária.

A intenção é que os participantes da licitação considerem, nas suas respectivas propostas, as condições subsidiadas de financiamento disponibilizadas pelos Bancos Públicos, o que se reflete nos preços das tarifas, dos pagamentos pela outorga da concessão ou das contraprestações públicas formados na licitação.

Note-se que, como os Bancos Públicos têm que anunciar o preço e as condições de financiamento antes da licitação, eles geralmente não têm possibilidade de alterar o preço por ocasião da negociação dos contratos de financiamento com o vencedor da licitação – porque o vencedor foi induzido a considerar como preço do financiamento aquele disponibilizado pelos Banco Públicos na sua carta de intenção de financiamento do projeto.

Como o preço e as condições de financiamento são fixas, na prática, as únicas margens de ajuste que os Bancos Públicos (ou seus repassadores de recursos<sup>9</sup>) têm são (a) nas exigências de garantia e (b) na definição do nível de alavancagem necessário para cumprir o ICSD – Índice de Cobertura do Serviço da Dívida.<sup>10</sup> Essas margens são utilizadas em diversos casos, inclusive quando as empresas envolvidas, apesar de cumprirem formalmente as exigências mínimas para o financiamento, deixam o corpo técnico dos Bancos Públicos, por qualquer motivo, desconfortável com a realização do financiamento.<sup>11</sup> Nesses contextos, o mais comum é a exigência de garantias maiores ou mais líquidas (por exemplo, fiança bancária) e a redução do montante financiado, de modo a reduzir a alavancagem do projeto e aumentar o ICSD que se espera que ocorra no projeto.

### **3.4. O fechamento do financiamento e a assinatura do contrato de concessão no Brasil**

No Brasil, os contratos de financiamento de longo prazo das concessões e PPPs são assinados de 6 a 18 meses após a assinatura do contrato de concessão ou PPP.

Entre a assinatura do contrato de concessão e a assinatura do financiamento de longo prazo, os investimentos são realizados utilizando o capital próprio do acionista do projeto e o que se costuma chamar de financiamento-ponte, que é um financiamento tradicionalmente realizado por bancos comerciais com base no risco corporativo do acionista e que se extingue (por pagamento pela SPE ao banco mutuante do empréstimo-ponte) por ocasião da assinatura do financiamento de longo prazo.

Apesar do discurso institucional dos Bancos Públicos ser que os financiamentos dos projetos de infraestrutura se fazem sob a modalidade de *Project Finance*, em geral, mesmo nos empréstimos de longo prazo, durante o período de investimentos e até a caracterização da

---

<sup>9</sup> O financiamento pelo BNDES de um projeto pode ser prestado diretamente ou por meio de repasse. No financiamento direto, o BNDES assume o risco do projeto. Já no financiamento por meio de repasse, o BNDES repassa o dinheiro para um banco que assume o risco do projeto. Nesse caso, o BNDES assume apenas o risco de adimplência do banco repassador. Mais da metade dos financiamentos do BNDES são realizados por meio de repasse para outros bancos.

<sup>10</sup> O ICSD é calculado como a geração de caixa operacional líquida de impostos sobre o serviço da dívida da empresa. O ICSD mínimo exigido em regra é igual ou maior que 1,2.

<sup>11</sup> Em bancos privados, os funcionários e o comitê de crédito ajustam preço, condições e garantias para fazer face a esse desconforto, ou simplesmente se negam a fazer o financiamento. Nos Bancos Públicos, particularmente no caso de vencedores de licitações e PPPs, a negativa de financiamento pode significar o insucesso do projeto, com diversos impactos políticos. Por isso, a tendência é de realizar exigências mais estritas de garantia, mas raramente negar o financiamento a um vencedor da licitação, se ele cumprir as condições formais para tanto.

operação plena do projeto (o que se costuma chamar de “*completion*”<sup>12</sup> técnico e financeiro do projeto), o financiamento é realizado utilizando garantias corporativas dos seus acionistas. Somente após o *completion* financeiro e técnico é que se liberam as garantias corporativas dos acionistas e o financiamento passa a ser garantido pelas receitas futuras do projeto.

Tradicionalmente, enquanto os financiamentos de longo-prazo eram realizados pelos Bancos Públicos, particularmente pelo BNDES, os financiamentos-ponte dos projetos eram realizados por bancos privados interessados em, posteriormente, serem repassadores dos recursos do BNDES.<sup>13</sup>

A partir da crise de 2008, com a dificuldade dos bancos privados de realizar empréstimos-ponte, os Bancos Públicos também passaram a fazê-lo.<sup>14</sup>

Mais recentemente, em 2012 e 2013, com a intenção do Governo Federal de realizar um grande programa de investimentos em infraestrutura, particularmente nos setores de infraestrutura de transportes, considerando que os grupos empresariais nacionais dos setores de infraestrutura estavam com os seus balanços tomados por diversos compromissos de investimento já assumidos, e em vista da dificuldade do país de atrair empresas estrangeiras para participação das licitações<sup>15</sup>, o Governo buscou viabilizar o financiamento desses projetos pelos Bancos Públicos, sob a modalidade de *Project Finance Limited Recourse* ou *Project Finance Non-Recourse*, que são formas de financiamento em que, mesmo ao longo do período de investimentos, respectivamente, ou não há garantias corporativas, ou elas são limitadas.

### **3.5. O fechamento do financiamento e a assinatura do contrato de concessão no Brasil**

Em países desenvolvidos, geralmente é condição para a assinatura do contrato de concessão ou PPP a assinatura do contrato de financiamento de longo prazo da concessionária.

O objetivo dessa prática é dar certeza ao Poder Concedente de que o concessionário do projeto terá condições financeiras de arcar com os investimentos previstos, nas condições estimadas na sua proposta.

Isso, na prática, também funciona como um mecanismo de seleção dos concessionários: só conseguem assinar contratos de concessão as empresas que efetivamente consigam obter financiamento. Elimina-se, assim, as chances de empresas oportunistas ganharem a licitação e depois tentarem, por meio de pressões políticas junto aos Bancos Públicos, obter financiamento, usando a seu favor o custo político a ser assumido pelo Governo caso o contrato de concessão ou PPP tenha que ser extinto por falta de financiamento. Isso é possível no Brasil pois as exigências de qualificação econômico-financeiras nas nossas licitações, particularmente no âmbito da União, não conseguem efetivamente filtrar as empresas que são aptas a conseguir financiamentos daquelas que não o são.

---

<sup>12</sup> Em regra, o *completion* do projeto é caracterizado pelo cumprimento de uma série de indicadores operacionais e financeiros. Por exemplo, início da operação e cobrança de tarifas, atingimento de um ICSD mínimo, atingimento de relação patrimônio líquido/ativo total etc.

<sup>13</sup> Vide nota de rodapé nº 9.

<sup>14</sup> Na carta de financiamento das rodovias federais da 3ª Etapa, Fase III, da ANTT, há menção à possibilidade dos Bancos Públicos fazerem financiamento-ponte lastreado no risco do projeto. Mas não consegui encontrar nenhum caso em que isso tenha acontecido.

<sup>15</sup> Essa dificuldade em atrair investidores estrangeiros já é efeito da piora da percepção externa sobre o país e da percepção do aumento do risco regulatório pelos investidores estrangeiros.

No Brasil, a adoção da prática internacionalmente utilizada encontra obstáculos de natureza política<sup>16</sup>, apesar de já ter sido sugerida a Governos por organizações de classe dos empresários de infraestrutura.<sup>17</sup>

É que, no Brasil, o fechamento do contrato de longo prazo de financiamento de projeto de infraestrutura leva pelo menos 9 meses. Nesse contexto, a assinatura do contrato de concessão ou PPP apenas após o fechamento do contrato de financiamento de longo prazo contribuiria, muitas vezes, para tirar o projeto do cronograma político. Isto é, as obras e a melhoria da prestação dos serviços resultantes do projeto terminaria ocorrendo 9 a 12 meses mais tarde do que ocorreria se mantida, no contrato de concessão ou PPP, a forma tradicional de financiamento.

Apesar das enormes vantagens de se assinar o contrato de concessão ou PPP apenas após a assinatura do contrato de financiamento de longo prazo, essa prática nunca foi adotada entre nós. A única honrosa exceção sobre a qual falaremos no item 9.1 a seguir é o caso do contrato de concessão administrativa das Unidades Básicas de Saúde de Belo Horizonte.

#### **4. Como é tratado o risco de financiamento nos contratos de concessão e PPP?**

A tradição no Brasil é os contratos de concessão comum e PPP atribuírem ao concessionário todos os riscos relativos ao financiamento da concessão. Essa prática nos acompanha desde os primeiros contratos de concessão celebrados na década de 1990.

Observem, como exemplo, as seguintes cláusulas de contratos de diversos setores de infraestrutura e de diversos momentos do programa de desestatização do Governo Federal:

**Contrato de Concessão da rodovia BR-050/GO/MG (ANTT, 3ª Etapa, Fase III), "26.1** A Concessionária é a única e exclusiva responsável pela obtenção dos financiamentos necessários à exploração da **Concessão**, de modo a cumprir, cabal e tempestivamente, com todas as obrigações assumidas no Contrato."

**Contrato de Concessão da rodovia BR-153/SP (ANTT, 2ª Etapa, Fase II), "4.5** A Concessionária assumirá integralmente, para todos os efeitos, o risco pela variação nos custos dos seus insumos, mão-de-obra e financiamentos."

**Contrato de Concessão da Ponte Rio-Niterói (2015)<sup>18</sup>, "25.1** A Concessionária é a única e exclusiva responsável pela obtenção dos

---

<sup>16</sup> Os contratos para implantação e melhoria de grandes projetos de infraestrutura têm um significado político relevante. Por isso, as concessões, as PPPs e os contratos de obra pública relativos a esses projetos são sempre realizados com vistas a dar resultados antes da próxima eleição. Em muitos casos no passado, houve decisão de Governos de não fazer concessões ou PPPs porque os prazos para a sua modelagem eram mais longos do que os para modelagem de obras públicas tradicionais.

<sup>17</sup> Estive envolvido profissionalmente em uma iniciativa organizada pelo SINICON que levou ao Governo o pleito do contrato de concessão ser assinado juntamente com o de financiamento. Isso foi realizado por ocasião da sugestão dos parâmetros e estrutura institucional para se realizar financiamentos sob a forma de *project finance non recourse* ou *limited recourse* no Brasil.

<sup>18</sup> Esse contrato foi celebrado em meio à crise econômico-financeira referida na introdução do presente artigo, mas mesmo assim manteve o mesmo texto. O sucesso de licitação nesse contexto de crise que impede ou dificulta o financiamento é possível enquanto houver alguns participantes com liquidez suficiente para tomar o risco de não obtenção ou de atraso na obtenção de financiamento. De qualquer modo, no contexto atual de crise, esse tipo de atribuição de risco contribui para reduzir a competitividade da licitação, pois várias potenciais participantes vão preferir não assumir o risco de atraso ou de não conseguirem financiamento nesse momento.

financiamentos necessários à exploração da **Concessão**, de modo a cumprir, cabal e tempestivamente, com todas as obrigações assumidas no Contrato."

**Contrato de Concessão da Ponte Rio-Niterói (ANTT, 1ª Etapa)**, "16. A Concessionária assume integral responsabilidade por todos os riscos inerentes à concessão, exceto nos casos em que o contrário resulte deste Contrato."

**Contrato de distribuição de energia elétrica 145/2002-ANEEL**, "Cláusula Quarta (...) Subcláusula Quarta – Compete à Concessionária captar, aplicar e gerir os recursos financeiros necessários à adequada prestação dos serviços de distribuição de energia elétrica."

**Contrato de distribuição de energia elétrica 01/1997-ANEEL**, "Cláusula Quinta (...) Subcláusula Segunda – Compete à Concessionária captar, aplicar e gerir os recursos financeiros necessários à adequada prestação dos serviços de distribuição de energia elétrica."

**Contrato de Concessão de arrendamento portuário nº DP/CP 01/07 – Codesp**, "Cláusula Nona - Será de única e exclusiva responsabilidade e ônus da Arrendatária a obtenção e quitação de todos os financiamentos necessários à reforma, construção, implantação, manutenção, opera "o e expansão das Instalações Portuárias, objeto deste contrato."

Portanto, no Brasil, os contratos de concessão e PPP costumam atribuir todos os riscos relativos ao financiamento aos concessionários.

Isso tem ocorrido mesmo nos casos em que a expectativa é que o financiamento se dê com *fundring* subsidiado provindo dos Bancos Públicos ou de outros recursos estatais ou paraestatais, inclusive quando as condições de financiamento sejam tão subsidiadas que, uma vez que o concessionário as considerasse em sua proposta na licitação, qualquer outra forma de financiamento do projeto se tornaria inviável. Ainda assim, as minutas de contrato de concessão e PPP, anexas aos respectivos editais de licitação, sempre atribuem todo o risco de financiamento ao concessionário.

## **5. A utilização de financiamento subsidiado como prática corrente em concessões e PPPs e seu impacto na modelagem dos projetos de infraestrutura<sup>19</sup>**

---

<sup>19</sup> Na última rodada de concessões federais de rodovias o Governo Federal disponibilizou condições de financiamento extremamente subsidiadas – com preços mais baixos e prazos mais longos que o tradicional. O objetivo era viabilizar, sob a forma de concessão comum (isso é, apenas com cobrança de tarifas aos usuários e sem pagamento de contraprestação pública), concessões que, em condições normais (ou seja, com financiamento subsidiado na forma tradicional que o BNDES utilizava, que é o FINEM), exigiriam pagamento público. Portanto, para evitar de estruturar projetos sob a forma de PPP, o Governo Federal aprovou linhas de financiamento para esses projetos que compensavam a necessidade de pagamento público com um financiamento com custos extremamente baixos.

Além disso, o Governo assumiu a obrigação de, em regime de melhores esforços, financiar os projetos na modalidade de *Project Finance* com recurso limitado ou sem recurso aos acionistas. O objetivo disso era viabilizar o financiamento pelos Bancos Públicos de investimentos em infraestrutura em contexto no qual as empresas nacionais de infraestrutura não dispunham de balanço para tanto.

Nas condições normais dos financiamentos disponibilizados para projetos desse tipo pelo BNDES, essas concessões não seriam auto-sustentáveis com a mera cobrança de tarifas dos usuários. Isso quer dizer que seriam necessários pagamentos públicos ao concessionário, e, por isso, deveriam ser modelados como PPPs.



Como já mencionei acima, nos setores de infraestrutura, já há muitos anos é comum a prática governamental de subsidiar os custos de financiamento, em regra utilizando recursos a que tem acesso o BNDES (FAT) e, em alguns setores específicos, os recursos utilizados pela Caixa Econômica Federal (FGTS).

Essa prática, no entanto, se expandiu nos últimos 12 anos, de um lado, com o crescimento dos montantes disponibilizados para financiamento pelo BNDES – o que viabilizou que o BNDES basicamente financiasse qualquer projeto de infraestrutura<sup>20</sup>, até as medidas recentes do ajuste fiscal conduzido por Joaquim Levy. E, por outro lado, com a criação de programas especiais com financiamento ainda mais subsidiado, particularmente para projetos de infraestrutura em que o Poder Concedente seja o Governo Federal.<sup>21</sup>

Esses custos subsidiados dos financiamentos realizados pelos Bancos Públicos são considerados nos estudos de viabilidade dos projetos de infraestrutura produzidos pelos respectivos Poderes Concedentes com o objetivo, evidentemente, de obter valores de tarifa-teto e contraprestação-teto mais baixos, ou de pagamento mínimo pela outorga mais alto.

O fato do valor das tarifas-teto, contraprestação-teto ou pagamento mínimo pela outorga ser calculado nos estudos de viabilidade realizados pelo Poder Concedente considerando preços de financiamento subsidiados, em regra inviabiliza que os participantes da licitação utilizem qualquer outra fonte de financiamento para participar da licitação.

É que aqueles que utilizarem outras fontes de financiamento para estruturar as propostas a serem ofertadas nas licitações dificilmente terão alguma chance de sucesso, pois é evidente que a utilização do financiamento subsidiado como premissa para a estruturação da proposta torna-a mais competitiva.<sup>22</sup>

## **6. Faz sentido o tratamento tradicional que os contratos de concessão e PPP dão ao risco de financiamento?**

Não, porque as condições (prazos e preços) do financiamento costumam ser estipuladas e controladas pelos Bancos Públicos (indiretamente pelo Governo Federal), que induzem os participantes da licitação a considerarem essas condições de financiamento em suas respectivas propostas.

Nesse contexto, a própria exequibilidade da proposta apresentada pelo vencedor da licitação está vinculada à disponibilidade de financiamento nas condições anunciadas pelo Governo, por meio dos Bancos Públicos, ao longo da licitação.

---

<sup>20</sup> Desde 2003 (e particularmente desde 2008) até as medidas adotadas recentemente sob a influência de Levy, não parecia haver qualquer estratégia de uso dos recursos subsidiados do BNDES que considerasse a sua escassez.

<sup>21</sup> Vide, como exemplo, o custo do financiamento disponibilizado para projetos do PIL – Programa de Investimentos em Logística. Ilustrativamente destaca-se que, para as concessões de rodovias da 3ª Etapa, Fase III, da ANTT que foram licitadas em 2013 e 2014, o custo do financiamento para o tomador foi estipulado em TJLP + 2% a.a., o que, considerando as condições do ano passado, com TJLP fixada em 5% e inflação de 6,4%, medida em 2014 pelo IPCA, é praticamente um empréstimo a custo negativo.

<sup>22</sup> Esse mecanismo praticamente inviabiliza a utilização de qualquer outra forma de financiamento de concessões e PPPs nos setores de infraestrutura. Enquanto houver disponibilidade de recursos subsidiados, os participantes da licitação certamente terão que priorizar o uso de tais recursos sob pena de perder competitividade na licitação.

Não faz, por isso, sentido transferir integralmente para o concessionário o risco do financiamento, já que as condições de financiamento consideradas na proposta foram aquelas estabelecidas e controladas pelos Bancos Públicos (isto é, pelo Governo Federal).

Atribuir ao concessionário o risco de variação das condições de financiamento seria cometer erro que já aponte em outros trabalhos de minha autoria: atribuir ao concessionário risco sobre eventos gravosos e benéficos que não são controláveis por ele.<sup>23</sup> Note-se que, no caso das concessões ou PPPs em que o Poder Concedente seja a União – considerando que os Bancos Públicos são controlados pela União –, essa situação configura um erro ainda mais grave, que é a atribuição ao concessionário de um risco que é controlado pelo Poder Concedente.<sup>24</sup>

Por outro lado, não há dúvidas que o concessionário e seus acionistas devem arcar com o risco de cumprimento das condições para obtenção do financiamento, se elas estiverem definidas pelos Bancos Públicos antes da licitação e não forem alteradas desde a divulgação das condições de financiamento pelos Bancos Públicos até a realização do financiamento.<sup>25</sup>

É preciso, portanto, criar arranjos mais sofisticados de distribuição de riscos, que permitam alocar sobre o concessionário apenas os riscos que são por ele controláveis.

## **7. Como deve ser alocado o risco de financiamento em contrato de concessão e PPP?**

Parece-me importante distinguir os seguintes riscos, e alocá-los conforme sugerido abaixo:

- a) O risco relativo à mudança das condições de financiamento fixadas pelos Bancos Públicos (preço, prazo, carência, tempo de disponibilização do financiamento após a assinatura do contrato de concessão etc.) – por exemplo, para as concessões de rodovias federais realizadas em 2013 e 2014, os bancos públicos publicaram carta enunciando

---

<sup>23</sup> Vide o capítulo “Distribuição de riscos e equilíbrio econômico-financeiro” In: RIBEIRO, Maurício Portugal. 10 anos da Lei de PPPs, 20 anos da Lei de Concessões – Viabilizando a implantação e melhoria de infraestrutura para o desenvolvimento econômico-social, que abarca os seguintes subcapítulos: “O Risco de Variação do Imposto de Renda e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido pode ser alocado ao Poder Concedente em Contratos de Concessão e PPP?”; “Riscos Ambientais em Concessões e PPPs”; e “Desapropriações e desocupações em concessões e PPPs: custos, riscos, sensibilidade política, e os Princípios do Equador”. Disponível na internet em: <<http://www.direitodoestado.com.br/ebook/mauricio-portugal-ribeiro/10-anos-da-lei-de-ppp-20-anos-da-lei-deconcessoes>>

<sup>24</sup> Tratei desse tema nos seguintes subcapítulos do livro, de minha autoria “10 anos da Lei de PPPs, 20 anos da Lei de Concessões – Viabilizando a implantação e melhoria de infraestrutura para o desenvolvimento econômico-social”: “Concessões de aeroportos e de rodovias federais: o erro de atribuir ao concessionário riscos controlados pelo poder concedente e as suas consequências” e “Financiamento de Concessões e PPPs: sugestões sobre como lidar com os riscos de encampação e rescisão”. O livro está disponível na internet em: <<http://www.direitodoestado.com.br/ebook/mauricio-portugal-ribeiro/10-anos-da-lei-de-ppp-20-anos-da-lei-deconcessoes>>.

<sup>25</sup> Note-se que podem se passar mais de 2 anos entre a divulgação pelos Bancos Públicos das condições disponibilizadas para financiamento de um dado projeto e a efetiva assinatura do contrato de financiamento de longo prazo desse projeto. É que a carta com as condições de financiamento do projeto costuma ser publicada pelos Bancos Públicos ao longo do processo de consulta pública do projeto, que antecede a publicação final do edital de licitação, enquanto que a assinatura do contrato de financiamento se dá pelo menos 9 meses após a assinatura do contrato de concessão. Considerando que uma licitação de concessão ou PPP, seguindo prazos legais, dura no mínimo 7 meses (há pequena variação a depender da legislação aplicável ao Poder Concedente), entre a publicação do edital para consulta pública e a assinatura do contrato, a assinatura do contrato de financiamento de longo prazo se dá, no mínimo, em torno de 16 meses depois da emissão da carta com as condições de financiamento. Nesse período, muitas mudanças podem ocorrer na política de financiamento do banco.

que o custo de financiamento seria de TJLP mais 2% a.a., o prazo de 25 anos, com 5 anos de carência e 20 de amortização. Esse é um custo de financiamento abaixo de qualquer padrão de mercado. A eventual mudança desse custo não é controlável pelo concessionário e, nos casos das concessões e PPPs federais, esse risco é controlável pelo Poder Concedente, uma vez que os Bancos Públicos são controlados pela União. Por essa razão, o risco relativo às mudanças nas condições de financiamento deve ser alocado pelos contratos de concessão e PPP ao Poder Concedente.

- b) O risco de cumprimento das exigências realizadas pelos Bancos Públicos para disponibilização de financiamento semelhante (perfil de crédito do tomador, *covenants*, garantias etc.) deve ser assumido pelo concessionário e por seu acionista.
- c) O risco de alteração das exigências realizadas pelos Bancos Públicos para obtenção de financiamento (perfil de crédito do tomador, *covenants*, garantias etc.) entre o momento da disponibilização da carta com as condições aplicáveis à licitação e o momento de enquadramento, aprovação e assinatura do financiamento do contrato de concessão ou PPP deve ser atribuído ao Poder Concedente.

## **8. Realismo do custo de financiamento, realismo tarifário e realismo do valor do pagamento público**

Sem dúvida, a necessidade de distinguir e dar tratamento separado para os riscos relativos à variação das condições de financiamento, ao cumprimento das exigências necessárias para obtenção do financiamento e à alteração de tais exigências decorre de contexto em que os custos de financiamento são subsidiados com recursos estatais ou paraestatais e, por isso, não há competição possível entre esses recursos e os recursos privados disponíveis para financiamento.

Do ponto de vista da política econômica, a justificativa para o uso de recursos estatais para financiamento do investimento é a geração de atividade econômica que advém do desenvolvimento por ele promovido e, assim, os recursos públicos utilizados para subsídio retornam aos cofres estatais através da tributação da atividade econômica gerada pelo desenvolvimento.

Para que esse argumento de fato se sustente, a premissa que precisaria ser provada é que, no ambiente brasileiro atual, nos setores de infraestrutura, esses investimentos não ocorreriam se não houvesse recursos estatais ou paraestatais para subsidiá-los. É difícil ter clareza sobre isso sem experimentação e, na minha opinião, nos últimos anos não tem havido experimentação relevante nesse sentido. Ao contrário, o que houve foi uma enorme expansão da utilização de financiamentos subsidiados nos mais diversos setores de infraestrutura.

Os incentivos para que os concessionários acessem o mercado de capitais de dívida que foram criados nos últimos anos, e os esforços para que o BNDES compartilhe garantias com debenturistas são e serão sempre marginais se não houver: (a) uma redução dos recursos subsidiados destinados aos setores de infraestrutura (é preciso revisar a estratégia do BNDES para focar esses recursos em setores onde eles são indispensáveis); (b) consideração, na modelagem dos projetos, de preços de financiamento compatíveis com preços de mercado.

Para que o mercado de capitais de dívida para os setores de infraestrutura se desenvolva, é indispensável o surgimento de um mercado secundário desses títulos. Apesar de haver alguns investidores com interesse em investimentos de longo prazo, compatíveis com a maturidade de títulos de dívida de projetos ou empresas de infraestrutura, a grande maioria se sente mais confortável em investir em títulos desse tipo se houver oportunidades de desinvestimento antes da sua maturidade. Para o desenvolvimento de um mercado secundário com esse perfil, é importante ter escala, inclusive para existir quantidade de operações comparáveis que permita precificação segura dos títulos.

Enfim, para que seja transferido integralmente o risco de financiamento para os concessionários, seria preciso haver um contexto em que o financiamento fosse, de fato, realizado em condições de mercado, isto é, sem recursos subsidiados disponibilizados pelas agências de financiamento estatais ou paraestatais.

Para isso, seriam necessárias diversas mudanças – que já mencionei acima – na política governamental em torno dos investimentos em infraestrutura, cuja chance de acontecerem, ainda que remotas, parecem existir e se prenunciam à vista da reconhecida necessidade de realização de amplo ajuste fiscal.<sup>26</sup>

## **9. Como lidar com a dificuldade de obter financiamento em momentos de crise econômico-financeira<sup>27</sup>**

### **9.1. Contratos que vão a licitação em momento de crise**

Nos contratos em licitação em momentos de crise econômica, a melhor forma de lidar com o risco de financiamento é incluir cláusula na minuta de contrato de concessão ou PPP estabelecendo que ele só ganhará eficácia quando for fechado o financiamento de longo prazo.

Para isso, é importante que o contrato estabeleça um prazo para tanto, prorrogável por acordo entre as partes, a partir do qual tanto o Poder Concedente quanto o concessionário podem solicitar a extinção do contrato. A existência de prazo gera, nesse caso, o incentivo para o concessionário realizar esforço para fechar o contrato de financiamento. Do contrário, ele poderia ficar negociando indefinidamente para obter condições de financiamento melhores do que as que estimou.

Por outro lado, se, ao longo de todo o prazo em que viger a condição suspensiva da eficácia do contrato de concessão ou PPP, as condições de financiamento obtidas forem incompatíveis com as condições disponibilizadas pelos bancos ao longo do processo de licitação e consideradas na proposta do concessionário, o concessionário não fechará o contrato de financiamento e poderá solicitar a extinção do contrato de concessão.

---

<sup>26</sup> Enumeramos sumariamente essas mudanças a seguir: reduzir o montante de recursos subsidiados para investimento em infraestrutura e direcioná-los apenas para setores em que eles parecem indispensáveis. Isso vai forçar os Governos a considerarem o valor de mercado de financiamento para o projeto nas modelagens econômico-financeiras realizadas para formação do preço-teto da tarifa ou da contraprestação pública e do preço mínimo de pagamento pela outorga. Nesse contexto, seria eficiente alocar o risco de financiamento ao concessionário.

<sup>27</sup> É importante assinalar que estive ou estou envolvido profissionalmente, como consultor contratado por concessionários ou por seus acionistas, em situações semelhantes às descritas neste segmento do artigo.

No contrato de PPP para implantação e operação dos serviços das Unidades Básicas de Saúde do Município de Belo Horizonte, recentemente licitado, há cláusula condicionando a eficácia do contrato de PPP ao fechamento do contrato de financiamento de longo prazo da concessionária, nos seguintes termos:

“5.1. A outorga da CONCESSÃO e a vigência deste CONTRATO terão o prazo de 20 (vinte) anos, contados a partir da DATA DE EFICÁCIA.

5.1.1 Considera-se DATA DE EFICÁCIA a data em que se der o atendimento cumulativo dos seguintes eventos: (i) assinatura deste CONTRATO; e (ii) comprovação pelo PODER CONCEDENTE à CONCESSIONÁRIA de constituição das garantias públicas em seu favor, nos termos da subcláusula 20.1 deste CONTRATO, mediante a assinatura do contrato de penhor, conforme instrumento constante do Anexo XI, (iii) obtenção e comprovação pela CONCESSIONÁRIA de financiamento de longo prazo para a CONCESSÃO.”

(grifei)

A resposta ao pedido de esclarecimento de nº 209 sobre o edital, reproduzida abaixo, deixou mais claro o funcionamento desta cláusula.

Note-se que, na tabela abaixo, o pedido de esclarecimento está na terceira coluna, da esquerda para a direita, e, a resposta dada pelo Poder Concedente está na quarta coluna.

209	Itens 5.1.1, 5.3, 5.3.1, 20.5 do Contrato de Concessão	<p>Considerando que a contratação do financiamento de longo prazo pela Concessionária é essencial para a realização dos investimentos na Concessão, cabendo a cada uma das Partes o cumprimento das obrigações recíprocas e específicas para viabilizar a sua contratação, conforme a seguir esclarecido;</p> <p>Considerando que em investimentos de infraestrutura e empreendimentos similares, entende-se que a captação de recursos seja feita em base de financiamento a projeto;</p> <p>Considerando que a eficácia do Contrato de Concessão ocorrerá quando, cumulativamente, três condições forem cumpridas: (i) assinatura do Contrato de Concessão, (ii) comprovação da constituição pelo Poder Concedente das garantias públicas em favor da Concessionária, e (iii) comprovação pela concessionária da contratação de financiamento de longo prazo para a Concessão;</p> <p>Considerando que são requisitos para a contratação de financiamento de longo prazo pela Concessionária: (i) a prévia constituição das garantias públicas em favor da Concessionária, e (ii) a aceitação, pela respectiva instituição financeira, das garantias ofertadas pelo Poder Concedente, conforme disposto na cláusula 20.5 do Contrato de Concessão, sendo que estas garantias devem ser suficientes, em conjunto com os demais créditos e direitos emergentes do Contrato de Concessão, para assegurar a captação de recurso na modalidade de financiamento a projeto;</p> <p>Considerando que, conforme disposto na cláusula 20.5 do Contrato de Concessão, em caso de não aceitação, pelas instituições financeiras, das garantias apresentadas pelo Poder Concedente, as mesmas devem ser obrigatoriamente substituídas;</p> <p>Considerando que o Contrato de Concessão determina, expressamente, que a obtenção e comprovação de financiamento de longo prazo para a Concessão pela Concessionária é condição de eficácia do referido Contrato, e estipula prazo de 180 dias contados a partir da sua assinatura para a comprovação da contratação;</p> <p>Considerando que o Contrato de Concessão prevê, ainda, que em caso a obtenção e contratação do financiamento de longo prazo não ocorra no prazo de 180 dias por qualquer motivo, poderá ser prorrogado por acordo das Partes;</p> <p>Entendemos que ao final de 180 dias contados da assinatura do Contrato de Concessão, caso a contratação do financiamento a projeto não ser concretize, por qualquer motivo, desde que a Concessionária tenha diligenciado para tomar as providências necessárias para a obtenção financiamento, o Contrato de Concessão não terá implementada a sua eficácia, inexistindo obrigação da Concessionária em iniciar a execução de obras, contratação de pessoal, contratação de dívida de capital de giro, ou qualquer outra atividade relacionada à execução dos investimentos previstos, cabendo às Partes acordar a prorrogação do referido prazo ou, alternativamente, tendo sido ou não já prorrogado o prazo de referência, ser rescindido o Contrato de Concessão a critério da Concessionária, sem ônus adicionais para a Concessionária, tampouco direito desta de reaver despesas por ela já incorridas. Nosso entendimento está correto?</p>	<p>O entendimento está correto. Caso fique comprovado que a Concessionária não adotou as providências e esforços necessários para a obtenção do financiamento a projeto, caberá à Concessionária ressarcir os custos incorridos pelo Município de Belo Horizonte e pela PBH Ativos S.A. na realização dos estudos relativos ao objeto da concessão, conforme previsto no item 20.4 do Edital.</p>
-----	--	--	---

Essa cláusula e a sua interpretação dada na resposta ao pedido de esclarecimento representam um precedente importante no tratamento do risco de financiamento. Em um momento de crise, o Governo do Município de Belo Horizonte abriu mão de exigir a imediata eficácia e início de execução das obras (isto é, aceitou o ônus político de adiamento da eficácia do contrato de PPP) para evitar os problemas, para o Município e para o concessionário, de uma eventual dificuldade de obtenção pelo concessionário do financiamento de longo prazo. É uma decisão prudente e extremamente meritória adotada pelo Município de Belo Horizonte. A minha esperança é que outros entes governamentais adotem decisões semelhantes.

## **9.2. Como tratar o risco de financiamento de novos investimentos que são incluídos em contratos em curso**

A alteração de contratos de PPP e concessão para adequação a novas demandas do Poder Concedente é extremamente comum. E, recentemente, alguns contratos de PPP, particularmente no setor de saneamento, estão em processo de alteração para minorar os problemas de escassez hídrica na região sudeste.

Eu queria tratar, no presente tópico, do risco de financiamento nesses casos em que há a inclusão no contrato de obrigação de realizar investimentos que, originalmente, não estavam nele previstos.

Em primeiro lugar, a própria necessidade de financiamento depende da forma acordada entre as partes para reequilíbrio do contrato de concessão ou PPP.

Em momentos de crise financeira, o ideal é que as partes acordem o pagamento pelo Poder Concedente por etapas de investimento realizadas pelo concessionário. Isso evita a necessidade de financiamento de longo prazo do novo investimento, sendo preciso apenas o financiamento do capital de giro a ser dispendido com a execução de cada etapa, o que, em muitos casos, é viável realizar com o próprio caixa do concessionário.

Nos casos em que trabalhei com perfil semelhante a esse, era comum os agentes públicos envolvidos na decisão, técnicos ou da área jurídica, se sentirem inseguros de pagar por etapa de investimento ao concessionário por entenderem que em concessões e PPPs não seria viável o pagamento por obras ou pelo fornecimento de equipamentos. No caso das PPPs, esse raciocínio se fundamentaria no art. 7º, da Lei de PPP, que diz que “*A contraprestação da Administração Pública será obrigatoriamente precedida da disponibilização do serviço objeto do contrato de parceria público-privada.*” No caso da Lei de Concessões, não há um dispositivo específico no qual essa ilação se baseie.

No meu entendimento, esse é um falso problema. É que, como o pagamento ao concessionário, nesse caso, será a título de recomposição do equilíbrio econômico-financeiro, essas restrições não se aplicam.

O referido reequilíbrio econômico-financeiro é exigido por consequência de decisão unilateral da Administração Pública de incluir novos investimentos no contrato em curso e, conforme previsão legal, deve ocorrer concomitantemente à decisão de alteração do contrato (art. 9º, §4º, da Lei Federal nº 8.987/95).

E note-se que pouco importa se essa dívida contratual decorrente do desequilíbrio do contrato provém de um evento causador do desequilíbrio sob o controle do Poder Concedente (alteração unilateral do contrato), ou se decorre de evento que não é controlável pelas partes (ocorrência de evento gravoso não controlável que é risco de umas das partes, mas suas consequências econômico-financeiras se dão sobre a outra parte).

Quando reconhecido o evento de desequilíbrio, o reequilíbrio se torna uma dívida contratual, como qualquer outra dívida contratual da Administração Pública.

Não há que se confundir também, no caso dos contratos de PPP, o pagamento pela Administração Pública de dívida contratual decorrente do reconhecimento de desequilíbrio

econômico-financeiro em favor do concessionário com a previsão contratual de aporte público disciplinado no art. 6º da Lei de PPP. O aporte público é uma forma de pagamento público por investimentos, que deve ser previsto originalmente no contrato de PPP, ou, para previsão posterior à sua assinatura, é preciso autorização legislativa.<sup>28</sup>

A dívida contratual resultante de desequilíbrio pode ser quitada por qualquer meio em direito admitido, desde que com a anuência do concessionário – como a escolha da forma de reequilíbrio tem impactos econômico-financeiros na concessão, ela deve ser decidida por acordo entre as partes, não podendo o Poder Concedente dispor unilateralmente sobre esse tema.

Entre as formas de reequilíbrio admitidas no nosso direito está a indenização ou o ressarcimento do Poder Concedente ao concessionário. Daí que não há nenhum empecilho jurídico em – concomitantemente à decisão unilateral de imposição da obrigação ao concessionário de realizar novo investimento – reequilibrar-se o contrato por meio da previsão de pagamentos pela conclusão de etapas de investimento. Como já mencionei acima, essa forma de reequilíbrio do contrato é a mais recomendada em períodos de crise financeira, pois evita a necessidade da obtenção pelo concessionário de financiamento de longo prazo.

Se, no entanto, o Poder Concedente resolver diluir o pagamento ao concessionário ao longo de todo o prazo de contrato, iniciando-o apenas quando da disponibilização da nova infraestrutura, então abrem-se, pelo menos, duas possibilidades.

A primeira seria, nos moldes do previsto no item 9.1 acima, inserir regra no contrato condicionando a eficácia da obrigação de realizar novo investimento à disponibilidade de financiamento de longo prazo no mercado financeiro, nas condições estabelecidas entre as partes no aditivo contratual que vier a prever o novo investimento.

A vantagem dessa regra é que ela minimiza as chances de início do novo investimento a não ser nas condições de equilíbrio do contrato estabelecidas no aditivo que previu o novo investimento.<sup>29</sup> A desvantagem é que o Poder Concedente e os usuários do serviço não terão segurança sobre o prazo em que iniciará o novo investimento, o que, em situações de urgência, como são as relacionadas à escassez hídrica, seria, por si, um argumento forte o suficiente para evitar essa hipótese.

Uma segunda estrutura jurídica apta a viabilizar o financiamento da nova infraestrutura com pagamento pelos usuários e/ou Poder Concedente diluído ao longo do contrato seria a emissão de debêntures pelo concessionário, a serem adquiridas pelo Poder Concedente.<sup>30</sup> Essas debêntures seriam quitadas com os pagamentos a serem realizados pelo próprio Poder

---

<sup>28</sup> Para maiores informações sobre aportes públicos, suas características e aplicações, recomendo a leitura do capítulo III do livro, de minha autoria “10 anos da Lei de PPPs, 20 anos da Lei de Concessões – viabilizando a implantação e melhoria de infraestrutura para o desenvolvimento econômico-social” e disponibilizado na internet em: <<http://www.direitodoestado.com.br/ebook/mauricio-portugal-ribeiro/10-anos-da-lei-de-ppp-20-anos-da-lei-deconcessoes>>

<sup>29</sup> Mesmo nesse caso o tempo em que se realizar o investimento será relevante para definição das condições de sua amortização. Por isso, é importante que o aditivo contratual preveja um prazo dentro do qual se espera que o financiamento do novo investimento se realize, sob pena de revisão das condições de amortização do investimento do concessionário.

<sup>30</sup> Quem pela primeira vez me trouxe a ideia de fazer isso foi Mauricio Bezerra e Pedro Araújo de Freitas, em discussão sobre projetos de PPP de saneamento básico, celebrados entre empresas estatais e concessionárias privadas.



Concedente/usuários ao concessionário ao longo do contrato pelos serviços decorrentes do novo investimento. Para isso, é importante que as debêntures sejam estruturadas de maneira que haja sincronismo entre os pagamentos da dívida debenturaria e as receitas a serem obtidas pelo concessionário com a prestação dos serviços.

As debêntures seriam utilizadas nesse caso como uma forma do Poder Concedente financiar o novo investimento na concessão ou PPP, uma vez que, em momentos de crise financeira, é improvável que o concessionário tenha sucesso na colocação de outra forma das suas debêntures no mercado, ou, para ter sucesso, terá que pagar taxas de juros muito acima das existentes fora dos períodos de crise.

Evidentemente que a possibilidade e os condicionamentos, do ponto de vista jurídico, para o Poder Concedente adquirir as debêntures, dependem da legislação incidente sobre o ente que seja, no caso específico, Poder Concedente.

### **9.3. Como lidar com os contratos de concessão e PPP já assinados, mas cujos contratos de financiamento não foram assinados?**

Como lidar com as dificuldades de financiamento de concessionários cujos contratos de PPP ou concessão foram assinados e os investimentos foram iniciados antes da crise, com capital próprio dos acionistas, mas que foram colhidos pela crise antes do fechamento dos empréstimos-ponte ou dos contratos de financiamento de longo prazo?

Esse é o tema que abordarei nas próximas linhas, supondo que, conforme descrito no item 4, há, no contrato de concessão ou PPP, cláusula que estabelece que o risco de financiamento está alocado ao concessionário, como ocorrem em praticamente todos os contratos de concessão ou PPP do Brasil.

#### **9.3.1. Descrição da situação**

Existem duas possibilidades:

- (a) atraso ou indisponibilidade do financiamento-ponte: nesse caso o concessionário terá assinado o contrato de PPP ou concessão, iniciado os investimentos com recursos do seu acionista, aguardando a obtenção do financiamento-ponte, que não é obtido no prazo estimado;
- (b) atraso ou indisponibilidade do financiamento de longo prazo: nesse caso o concessionário terá assinado o contrato de PPP ou concessão, obtido o financiamento-ponte, mas não terá assinado o financiamento de longo prazo.

Pode ser que a indisponibilidade de financiamento seja (i) total, não havendo qualquer financiamento disponível no mercado; (ii) parcial, mas com impacto que inviabilize a sua realização, como, por exemplo, se os financiamentos que estejam disponíveis tiverem preço e condições muito piores para o concessionário e para seu acionista do que aquelas estimadas no seu plano de negócios originário.

É possível que, nas situações descritas acima, o concessionário e seus acionistas, resolvam:

- (1) antecipar aportes de capital próprio, o que resultará em adiamento da necessidade de financiamento do concessionário; ou,
- (2) fechar financiamento (ponte ou de longo prazo) em condições piores do que as originalmente estimadas; ou,
- (3) parar a execução do contrato de concessão por não conseguir acesso a financiamento (em quaisquer condições) e por não ter capital próprio excedente ao previsto originariamente ou disponível para antecipação quando faltar o financiamento; ou,
- (4) parar a execução do contrato de concessão por entender que as condições em que conseguiu acesso ao financiamento ou à antecipação do investimento do capital próprio são excessivamente onerosas para o concessionário e para seu acionista se comparadas com as condições originalmente previstas.

Nas situações 1 e 2 acima, necessariamente o acionista do concessionário amargará redução de rentabilidade esperada do seu investimento, por situação completamente fora do seu controle. Nesses casos, apesar de ser uma tese difícil, a depender do impacto desse financiamento, seria possível tentar obter reequilíbrio do contrato, considerando as condições extraordinárias que levaram a uma piora da rentabilidade da concessão/PPP para o concessionário e seu acionista. O argumento contrário nesse caso seria a eventual literalidade de cláusula contratual dizendo ser o risco de financiamento do concessionário.

A situação 3 pode ser enquadrada como caso fortuito ou força maior, pois se trata de situação irresistível que impede o cumprimento do contrato.

A situação 4 pode ser enquadrada como onerosidade excessiva e dar margem à revisão do contrato ou sua extinção.

Note-se que qualquer das situações acima descritas podem ser resultado do atraso ou da não realização do financiamento por Banco Público.

Os impactos do atraso do financiamento, da não realização do financiamento, ou do não cumprimento por Bancos Públicos das condições previstas nas cartas que disponibilizaram as condições em que os referidos financiamentos dos projetos ocorreriam são tão piores quanto mais subsidiados forem o preço e as condições prometidas de financiamento. É que quanto mais subsidiadas forem o preço e as condições de financiamento, mais difícil será o concessionário e o seu acionista encontrarem no mercado financiamento com condições semelhantes às anunciadas pelo Banco Público durante a licitação do projeto.

Nesses casos em que o atraso ou a falta de financiamento seja atribuível a Banco Público, é possível, quando a União for o Poder Concedente, a caracterização do atraso no financiamento como descumprimento de obrigações contratuais do Poder Concedente. Isso porque os Bancos Públicos são, evidentemente, entes controlados pelo Poder Concedente e braços da União na consecução da sua política para implantação de projetos de infraestrutura por meio de concessões e PPPs.<sup>31</sup>

---

<sup>31</sup> Aliás, é por meio dos Bancos Públicos e das condições de financiamento subsidiadas que disponibilizam, que o Governo Federal tem convertido projetos que em condições de financiamento normais seriam necessariamente modeladas como contratos de PPP em contratos de concessão comum.

A caracterização do descumprimento pelo Poder Concedente da sua obrigação levaria à possibilidade de aplicação da exceção de não cumprimento do contrato, pela qual o concessionário poderia descumprir o contrato em virtude do descumprimento pelo Poder Concedente da promessa de disponibilização de financiamento.

Além disso, a não disponibilização de financiamento pelos Bancos Públicos nas condições anunciadas (e, que, como já mencionado acima, são consideradas nas propostas dos participantes da licitação) ou o atraso na disponibilização desses financiamentos podem ser caracterizados como descumprimento do Princípio da Boa-Fé Objetiva, enquadrando-se claramente como condutas contrárias às expectativas criadas nos participantes da licitação pela divulgação da carta com as condições de financiamento (*venire contra factum proprium*).

Os enquadramentos acima descritos envolvem sempre uma discussão de prova dos fatos alegados.

Crises financeiras – e as dificuldades de financiamento que elas geram – são fatos notórios no mercado financeiro. Especialistas na regulação e no acompanhamento de concessões e PPPs não deveriam precisar de provas da sua ocorrência, porque sua capacidade de acompanhar o mercado financeiro relativo ao setor deveria ser tal que isso fosse desnecessário.

Mas, no nosso país, atualmente, mesmo nas agências reguladoras federais, é raro encontrar pessoas com esse conhecimento e com a coragem de tomar tais decisões de enquadramento com base em sua percepção e capacidade de análise da situação financeira do mercado. Note-se que, muitas vezes, reconhecer oficialmente a crise econômica e financeira tem consequências políticas, particularmente em Governos que adotam estratégias de negação da realidade quando problemas econômicos e financeiros se manifestam.

E a prova cartorial (certidões, registros etc.) ou mesmo documental da crise financeira em regra não é viável. Os bancos dificilmente documentam para os seus clientes, de maneira formal, a negativa de apetite para financiar dado projeto. No setor de infraestrutura, o melhor que se consegue são os dados divulgados pelo BNDES de consultas e contratações de projetos. Mas esses dados, evidentemente, se fazem disponíveis com atraso em relação às ocorrências específicas e precisam de interpretação adequada para entendimento da situação de crise.