

# **Descentralização e Endividamento Municipal: formas, limites e possibilidades**

Amaury Patrick Gremaud.  
Rudinei Toneto Jr

## **Resumo**

O objetivo deste artigo é discutir alternativas de financiamento para um conjunto de responsabilidades que tem sido transferidas para os municípios, especialmente no que tange a despesas de capital. Na maior parte dos casos, as receitas correntes (próprias) são insuficientes para financiar grandes investimentos. Assim, a maior pressão por investimentos nas instâncias municipais traz à tona a questão do endividamento. A forma como este deve se dar difere de acordo com a natureza do investimento, se é tipicamente público ou se oferece condições de rentabilidade privada. Para o primeiro caso discute-se a possibilidade de um mercado de títulos públicos municipais e para o segundo caso apresenta-se o *project finance* e a necessidade de participação do setor privado.

## **I. Os municípios e a questão dos investimentos**

No período recente, a economia brasileira enfrentou uma série de transformações relacionadas tanto à forma de inserção internacional do país quanto ao papel do Estado na economia e a inter-relação entre as diferentes esferas de governo. Grande parte das mudanças vieram em decorrência de uma profunda crise econômica a qual pode ser explicada pelo esgotamento da capacidade financeira do setor público atingindo a capacidade de atuação do Estado em termos de desenvolvimento.

A crise financeira do setor público afetou diretamente as políticas federais vinculadas à questão urbana. Isto ocorreu em função: (i) da deterioração do conjunto de fundos de poupança compulsória, como o FGTS, em decorrência das maiores facilidades de saque, do não retorno dos projetos financiados e da precarização das relações de trabalho, diminuindo o fluxo de recursos para o fundo; (ii) do acirramento da crise ocorrer em um momento de democratização, com pressões sociais reprimidas e de uma maior autonomia de estados e municípios. Estas se consolidaram na Constituição de 1988 ampliando a transferência de recursos federais para os entes sub-nacionais - a “descentralização pela demanda” (Dillinger, 1995) -, mas não ocorreu a concomitante transferência de encargos. A União, por sua vez, teve suas despesas ampliadas com o aumento dos direitos sociais.

È bem verdade que nos últimos anos esta tendência foi contrarrestada por um

aumento das receitas da União por meio de contribuições sociais e outros impostos em cascata (com a correspondente perda de qualidade do sistema tributário brasileiro). Os Estados apresentaram queda na participação sobre as receitas e os municípios conseguiram manter a sua participação. É interessante notar que, em termos relativos, houve queda das transferências em função especialmente da diminuição do ritmo da atividade econômica, de modo que a preservação da arrecadação se fez com um esforço fiscal significativo. É bem verdade que este esforço não foi igualmente distribuído entre os entes federativos.

Neste ponto, deve-se notar que a forma assumida pela descentralização tributária, com o aumento das transferências, criou uma série de dificuldades para o equilíbrio federativo. O mecanismo de transferência (fundos de participação) foi criado com o objetivo de compensar as unidades federadas que possuíam menor capacidade de arrecadação, ou seja, são direcionadas principalmente para os municípios e estados com menor população e menos desenvolvidos. Nestes municípios as demandas em termos de desenvolvimento urbano são significativamente inferiores aos municípios com maiores densidades demográficas. Assim, passou a existir “sobra” de recursos nos municípios menores que não precisavam se preocupar com a arrecadação própria, levando inclusive a um amplo processo de criação de municípios e crescimento nas despesas de custeio, e uma escassez nos municípios maiores.

Por seu turno, a descentralização dos gastos não tem sido feita segundo objetivos claros, nem seguindo os princípios: eficiência, equidade, estabilidade e crescimento. Houve um processo *ex-post* de realocação dos gastos por incapacidade do governo federal em continuar a provê-los, do mesmo modo que os governos locais acabaram por assumir responsabilidades em função da incapacidade dos governos estaduais. A desarticulação na questão referente ao desenvolvimento urbano e a crise de emprego na economia brasileira, com a ausência de políticas de crescimento pelo governo federal, têm colocado pressões adicionais nos governos estaduais e municipais, que acabaram estimulando a guerra fiscal, colocando novas pressões nestas instâncias sub-nacionais.

Mas a redistribuição de receita não ocorreu no sentido de direcioná-la necessariamente para os municípios e regiões em que as demandas sociais por serviços e investimentos eram mais intensas. A metropolização da pobreza intensifica ainda mais este ponto já que amplia as demandas sociais que acabam sendo assumidas

pelas metrópoles e diminuem a capacidade relativa de gerar renda própria por meio de taxas e impostos. Tendo em vista o exposto, um dos pontos mais difíceis a serem resolvidos na estrutura federativa brasileira, antes do desequilíbrio vertical, é o seu desequilíbrio horizontal (Resende, 1998).

Desta forma, os municípios, especialmente os de maior porte, estão assumindo um leque de funções – provisão de serviços públicos, infra-estrutura e desenvolvimento urbano, políticas de combate à pobreza e geração de emprego, políticas de desenvolvimento etc. – sem que seus orçamentos suportem estas pressões, e em muitos casos, agravados pelo significativo aumento dos gastos de custeio pós-Constituição. Algumas experiências municipais mostram que é possível, com base em algumas instituições que estão sendo criadas, potencializar a eficiência da alocação dos recursos e dos serviços municipais e que estes possam atuar de forma mais eficaz no desenvolvimento econômico e social. Entre os programas e ações bem sucedidas pode-se destacar algumas experiências com orçamento participativo, renda-mínima, parcerias com o setor privado na provisão de serviços públicos, fundos de desenvolvimento municipal/regional, instituições de microcrédito etc..

É possível pensar-se a articulação deste conjunto de iniciativas gerando um novo tipo de gestão municipal mais eficiente, democrática e social; isto é, um sistema em que a sociedade participe na decisão sobre a alocação dos recursos públicos e que estes possibilitem a alavancagem de uma maior massa de recursos que possam ser aplicadas no desenvolvimento econômico e social dos municípios. Isto, juntamente com a escassez de recursos e a busca de eficiência, remete a questão da participação do setor privado e a ampliação das despesas de capital, traz à tona a questão do endividamento municipal.

## **II. O endividamento sub-nacional: justificativas e problemas**

O crescimento das despesas de capital, especialmente nos municípios de maior porte e as dificuldades para financia-los, dado que não são os únicos gastos que cresceram no período recente, nos remete à questão do endividamento.

A possibilidade de endividamento é importante por uma série de fatores: aumentar a flexibilidade orçamentária, melhorar a gestão financeira, possibilitar a antecipação de receitas e a continuidade das despesas, especialmente quando houver forte sazonalidade receitas - o acesso ao mercado financeiro possibilita uma distribuição equânime da mesma ao longo do ano. A principal justificativa no que

tange ao endividamento para fins de investimento é a eficiência alocativa no longo prazo. De modo geral, o acesso ao mercado financeiro aumenta a eficiência econômica ao melhorar a alocação de recursos tanto em termos intertemporais como setoriais. O endividamento é uma forma adequada de financiar as despesas de capital uma vez que seus benefícios são distribuídos ao longo do tempo e a dívida permite distribuir seu ônus em termos inter-geracionais, ou seja, possibilita compatibilizar o período de consumo do serviço com o seu pagamento.

As críticas ao endividamento municipal são de duas ordens: o de restringir a condução eficiente da gestão macroeconômica do governo federal e a sua utilização política do viabilizando despesas eleitoreiras e deixando os encargos para os mandatários futuros.

O primeiro aspecto envolve um problema mais complexo que é a relação entre descentralização e a função estabilizadora do governo. Nos livros textos convencionais (Musgrave & Musgrave, 1980; Stiglitz, 2000), a assim chamada função estabilizadora do governo é uma função eminentemente atribuída as instancias centrais. Existem, para tanto, uma série de argumentos (Oates, 1972): dado que a moeda é emitida centralmente e, portanto, a política monetária sendo uma responsabilidade do governo federal, como a política fiscal esta entrelaçada com a monetária aquela também deve ser centralizada, para não impedir que a política monetária alcance seus objetivos. Do mesmo modo a monetização dos déficits fiscais de governos sub-nacionais põe em questão a capacidade do Banco Central realizar plenamente suas funções de administrador da moeda nacional.

As dificuldades das políticas de estabilização dos países da América Latina são sempre referidas para validar as teses acima mencionadas, especialmente levando em consideração as liberdades existentes quanto ao endividamento das instancias sub-nacionais. Não é sem razão que as atuais propostas e medidas de reforma fiscal atuam em sentido inverso, isto é, mesmo sem modificar os recursos possuídos pelos diferentes níveis governamentais, diminuem a capacidade destes em determinar impostos. Do mesmo modo, a lei de responsabilidade fiscal e as diferentes regras quanto ao gasto e endividamento das esferas sub-nacionais também estão em parte inspiradas neste ponto de vista.

Merece destaque que em alguns países programas bem conduzidos de descentralização têm auxiliado na manutenção de políticas macroeconômicas estáveis dados os ganhos de responsabilidade e de eficiência na gestão dos recursos que pode

ser alcançada nestas experiências. Não se pode dizer que países como a Suíça e o Canadá tenham graves problemas macroeconômicos em função de sua elevada descentralização. Por outro lado a recente unificação monetária europeia repôs a mesma discussão (Hemming & Spahn 1997), porém em outro contexto: até que ponto era possível ter uma política monetária europeia unificada, dando forte autonomia aos países da coalizão? Até onde se deve impedir os diferentes estados europeus a tomarem recursos empestados? A resposta é que é possível este par, ou seja, pode-se unificar a política monetária e cambial dos países e manter um alto nível de descentralização (autonomia).

Assim surge uma série de novos elementos recolocando em discussão alguns aspectos teóricos que balizavam a postura de incompatibilidade entre a descentralização e a estabilização. Neste sentido acaba-se por se consagrar uma idéia de que houve na literatura uma superestimativa da necessidade de centralização das políticas macroeconômicas. Esta decorre de diversos aspectos dentre eles destacam-se (Spahn, 1998): a) as hipóteses de choques regionalmente simétricos e de economias fechadas; b) a assunção de mercados de capitais segmentados e de comportamento não cooperativo das esferas sub-nacionais; c) o desprezo quanto aos efeitos “*supply side*” da política fiscal; e d) o desprezo pela possibilidade de construção de instituições e regras que provoquem automaticamente a estabilização. Existe uma revisão das posturas mais críticas, procurando mostrar que não necessariamente o controle macroeconômico do país estaria sob *judicie* se fosse possível às instâncias sub-nacionais tomarem empréstimos, desde que se construísse um aparato institucional compatível. Este aparato institucional pode assumir diferentes formas, contudo a idéia de que seja necessária uma “restrição orçamentária rígida” para os entes sub-nacionais ganha destaque (Ter-Minassian, 1997).

### **III. As formas de endividamento municipal: modelos e requisitos**

Quando o endividamento diz respeito à dessazonalização das receitas: as principais modalidades de são as antecipações de receitas (as populares ARO's), a emissão de títulos de curto prazo (*commercial paper*, por exemplo) ou os acordos de postergação de pagamento. Quanto aos investimentos, deve-se fazer a distinção entre dois tipos: aquele cujo retorno da operação pode gerar receita para cobrir tanto os custos operacionais como o custo de capital, por meio da cobrança de taxas ou impostos específicos de acordo com o princípio do benefício, e aquele cujo objetivo é

gerar um bem tipicamente público, que não gerará receita futura claramente atribuível ao investimento em si.

Neste último caso o financiamento se faz de duas maneiras básicas: empréstimos junto às instituições financeiras ou colocação de títulos no mercado. As possibilidades são diversificadas: endividamento com base em garantias reais ou não, com vinculação à receitas específicas, nacional ou internacional etc. Já no primeiro caso pode-se usar as mesmas modalidades de financiamento mas existem outras formas: securitização de restituíveis e financiamento de projeto (*project finance*). Nestes evita-se que riscos associados ao projeto comprometam, no futuro, o orçamento municipal, ou que desequilíbrios fiscais comprometam os pagamentos do projeto. No segundo caso deve-se ter em mente, que uma despesa de capital hoje, financiada com endividamento, gerará no futuro tanto as despesas financeiras como, em alguns casos, o crescimento das despesas de custeio da prefeitura, sendo o volume do endividamento limitado pelo crescimento da receita líquida futura. Passaremos a discutir dois dos casos acima levantados: a formação de um mercado de títulos municipais e os *project finance*. A discussão se fará particularmente sobre os requisitos necessários para que estes possam vir a se tornar possibilidades efetivas de obtenção de recursos por parte dos municípios brasileiros.

### **III.A. O mercado de títulos municipais**

#### *i) Alguns requisitos para a existência de um mercado*

A grande dificuldade para que se forme no mercado de capitais um interessante mercado de títulos municipais genéricos é o fato das competências e responsabilidades dos governos locais não estarem definidas com clareza. A questão central aqui é o estabelecimento de relações definidas entre as diferentes instâncias governamentais, de modo que os governos locais operem sob uma restrição orçamentária rígida. Em relação às receitas é importante que haja uma definição clara das regras de repartição de receita entre as esferas de governo, inclusive com regras definidas e estáveis de transferência de recursos entre as esferas além de se racionalizar os sistemas tributários locais estimulando-se a ampliação da arrecadação própria e a eficiência na arrecadação.

Este ponto é fundamental para que seja possível uma avaliação da solvência da municipalidade e dos riscos associados aos títulos, possibilitando a sua colocação em condições razoáveis e com a transparência requerida para que um mercado possa

efetivamente ser constituído. Sem esta definição a possibilidade da emissão dos títulos se resumiria a poucas operações, não constituindo efetivamente um mercado; além do mais, boa parte destas emissões ou serão relativas a operações determinadas da municipalidade com recursos para seu pagamento também especificados, ou se constituirão em uma espécie de mercado sombrio, deixando muitas dúvidas sobre a lisura dos processos.

Ainda dentro do mesmo contexto – a possibilidade do estabelecimento das relações risco-retorno por parte do investidor potencial - os governos locais devem ter processos eficientes e transparentes para a elaboração orçamentária e sistemas confiáveis de acompanhamento das contas públicas, inclusive com recurso a auditorias externas. Para tal deve-se criar padrões de disponibilização de informações que possibilitem a avaliação de riscos pelos investidores, neste sentido é desejável, inclusive, o desenvolvimento de indicadores financeiros para as prefeituras. Além disso, as prefeituras devem possuir sistemas adequados de gestão dos ativos e passivos e da liquidez além de outros instrumentos de planejamento financeiro e orçamentário (custeio e capital). É importante que haja uma harmonização destes sistemas de informações e que eles se adequem não apenas às verificações atualmente feitas pelo ministério público ou pelo poder legislativo e tribunais de conta, mas que passem a serem compreensíveis aos olhos dos investidores.

As agências de *rating* ganham importância exatamente nos elementos anteriormente levantados. Dadas as dificuldades de processamento de informações relativas a análise de risco e preço dos títulos, as agências diminuíram o custo de obtenção destas informações por parte dos investidores. Um problema com tais instituições é a possibilidade de ampliar ainda mais a incerteza no mercado se houver a emissão de sinais confusos. Isto é bastante comum no início do estabelecimento de tais mercados, especialmente quando não há qualquer tipo de mecanismo (auto) regulador entre estes agentes, que estabeleça um conjunto de diretrizes mínimas. Estas deveriam ir de encontro a padronização dos procedimentos e informações das municipalidades já mencionada.

Estes pontos são importantes não apenas no lançamento primário dos títulos, novamente impedindo que a operação se constitua numa transação à portas fechadas, mas também que viabilize o mercado secundário destes títulos, possibilitando a diminuição dos custos para a municipalidade, dada a ampliação da liquidez dos títulos.

Outro elemento importante neste quadro diz respeito à capacitação dos quadros municipais. Deve existir um corpo funcional apto a realizar os serviços requeridos para a captação dos recursos, estes serviços não dizem apenas respeito aos procedimentos contábeis, mas principalmente a todo trabalho de preparação, formatação e colocação dos títulos no mercado. Apesar de não se prescindir das figuras das assessorias especializadas nestas atividades, em alguns casos esta se torna fonte de suspeitas e dúvidas. Com o intuito de diminuir os custos na colocação dos títulos e fornecer maior transparência a estas atividades, permitindo até mesmo a sua avaliação, a criação de um organismo específico que atue com títulos sub-nacionais. Imagina-se aqui algo que promova uma padronização mínima, estabeleça diretrizes para a preparação e a própria colocação dos títulos, faça a sua custódia, liquidação, dando transparência ao mercado etc. O objetivo deste organismo é múltiplo, mas parece fundamental a idéia de existirem referenciais de preço para o mercado de títulos de modo que todos aqueles envolvidos possam avaliar as diferentes emissões.

#### ii) Os modelos de controle de endividamento

Como frisamos anteriormente a possibilidade de descontrole das políticas de estabilização e os riscos de uso político do endividamento lançam a necessidade de se regular estas emissões de títulos (ou mesmo todo o endividamento do município). Neste sentido temos diferentes “modelos” reguladores que vão desde o empecilho completo ao lançamento de títulos por parte dos governos sub-nacionais, até a total liberdade deixando ao mercado e sua auto regulação o controle sobre o endividamento municipal.

Dentro de um modelo onde existe completa liberdade de lançamento de títulos, a regulação se faria pelo mercado, basicamente com os investidores recusando-se a financiar o lançamento de títulos muito arriscados, sendo que este risco poderia vir do volume excessivo de colocações da municipalidade, inviabilizando a solvabilidade da mesma no longo prazo. Dois requisitos parecem importantes neste caso, além das observações feitas no item anterior: de um lado, o mercado de capitais deve ser livre, relativamente aberto e estar bem desenvolvido a fim de que efetivamente o seu poder de auto disciplina se efetive; de outro regras claras de procedimento quanto ao *default* das municipalidades, tais como execução de garantias e leis de falência municipal.

Outro modelo possível é o estabelecimento por parte do governo federal de regras sobre o endividamento municipal. Neste caso também existem várias



possibilidades dependendo de qual seja o objetivo do controle e quais os instrumentos disponíveis. Assim podem ser estabelecidos limites sobre o montante deste, seja em termos absolutos ou relativos (porcentagem sobre o PIB, sobre o volume de receitas etc.), podem ser também estabelecidos limites acerca do comprometimento que o endividamento causa em termos de gastos futuros (limites de juros e amortizações a serem pagos frente ao total de gastos), pode se limitar modalidades de endividamento (impedir endividamento com comprometimento cambial ou permitir apenas títulos com vistas a projetos específicos).

Obviamente a dificuldade deste modelo é a capacidade das instâncias federais em efetivamente fazerem as regras serem cumpridas. De modo que os sistemas de contabilidade e informação também devem ser claros e transparente e a possibilidade de utilização de truques contábeis para fugir às regras deve ser mínimo. O maior problema com este modelo é sua inflexibilidade. Esta pode ser vista de duas óticas. De um lado, as regras são impostas dando tratamento pouco diferenciado aos municípios, que possuem realidades diferentes no Brasil, assim podemos voltar à situação descrita no primeiro item deste artigo; por outro lado ocorrem mudanças no quadro econômico do país –macroeconômicas principalmente – e estas podem tornar determinadas regras muito duras (ou muito flexíveis), colocando em xeque os próprios endividamentos, perdendo as suas vantagens, ou a própria estabilização se as regras se tornarem inócuas.

Uma alternativa a este ponto é permitir algum grau de reestruturação das regras toda vez que as condições (ou os objetivos) tenham se alterado. Evita-se a inflexibilidade, mas requer-se um alto grau de cooperação entre as unidades e um efetivo comprometimento com a disciplina fiscal. O risco está em tornar tais revisões sistemáticas, politicamente determinadas e no limite fazendo com que as regras fossem definidas caso a caso, deixando efetivamente de existirem regras. Porém em condições institucionais onde a cooperação é incentivada, os resultados podem ser superiores ao de um modelo de regras definidas.

Um último modelo possível é o controle direto, onde todo endividamento deve ser autorizado por parte do governo federal ou, no limite, nenhum endividamento é autorizado. Podemos para encerrar levantar um aspecto importante que poderia fazer parte dos modelos de controle sobre o endividamento, é o seu controle social. Ou seja, para efetivamente existir o lançamento de uma determinada emissão esta decisão deveria ser tomada apenas após a autorização popular que poderia ser representada

não apenas pelo corpo legislativo, mas também por algum tipo de participação popular direta como um plebiscito (ou referendium). Este tipo de ação não apenas amplia o poder de decisão da população, ampliando a transparência do procedimento e diminuindo a utilização eleitoral dos empréstimos, como principalmente aumenta a responsabilização dos cidadãos frente as questões da sua municipalidade.

### **III.B. O Project Finance**

As instâncias municipais estão sendo cada vez mais pressionados para realizarem investimentos em infra-estrutura urbana. Isto tem se dado em um contexto de fragmentação das políticas urbanas no país em virtude da crise do modelo anterior e da descentralização desorganizada verificada no período recente, como discutido anteriormente. Destacamos a existência de dois tipos de investimento: aqueles que apesar de possuírem retorno social adequado não apresentam retorno privado adequado (o caso típico de bens públicos) e aqueles que possuem retorno no sentido privado, isto é, geram um excedente de receitas sobre os custos. Os investimentos do segundo tipo podem ser atraentes para o setor privado e serem financiados de forma diferente do endividamento municipal discutido acima. Uma modalidade possível para ser utilizada nesses casos é o chamado *project finance*.

#### *i) Definições, Características e modalidades*

O *project finance* cuja tradução corresponde ao financiamento de um projeto específico não limita-se a esta definição mas envolve uma ampla engenharia financeira de adequação do perfil de risco do projeto aos padrões suportáveis por patrocinadores financiadores e agentes envolvidos, de modo a que se possa prescindir da presença do Estado, enquanto patrocinador. Quando falamos em financiamento de projeto a primeira questão que devemos salientar é que financia-se um projeto com base em suas próprias perspectivas e riscos, tornando-o independente da(s) empresa(s) originária(s) que o farão, isto é, faz-se uma cisão entre projeto e empresa. Desta forma, o financiamento não depende do suporte de crédito dos patrocinadores do projeto, mas da expectativa de receita a serem geradas pelo projeto ao longo do tempo. Assim, mesmo que o município participe do projeto, o financiamento do mesmo está ancorado no retorno do projeto e não na base fiscal do município.

O próprio projeto torna-se uma pessoa jurídica, a chamada SPC (*Special Purpose Company*), com direitos (receitas) e deveres, independente dos patrocinadores, de modo que estes últimos comprometem-se com os financiadores

apenas no montante do capital envolvido (comprometido) no projeto, constituindo-se, portanto, uma operação fora-balanço. As garantias dadas ao financiamento, isto é, o *recourse* do credor em caso de fracasso do projeto, são de fundamentais importância para se definir as suas condições. Existem três tipos de projetos (financiamentos), neste sentido: (i) full-recourse - aquele que conta com o aval do Tesouro, constituindo-se garantia soberana (fundada, em última instância, em um fluxo de receita de impostos) o que diminui o risco do empréstimo uma vez que independe da qualidade do projeto e do seu retorno; (ii) non-recourse - onde a única garantia que os credores possuem é o próprio fluxo de caixa do projeto, neste caso, um amplo estudo de viabilidade econômica (perspectivas de receitas e custos, capacidade operacional e tecnológica dos patrocinadores, etc) deve ser considerado na concessão do crédito; (iii) limited-recourse - que refere-se mais propriamente ao *project finance*, é algo intermediário entre os dois anteriores, não havendo garantia plena do Tesouro, mas onde a estrutura contratual faz com que as garantias não se limitem ao fluxo de caixa mas haja uma repartição do risco entre os diversos atores envolvidos.

Note-se que o modelo full-recourse permite menores taxas de juros no empréstimo uma vez que o risco é menor, mas o endividamento é limitado pela aditividade dos avais e o comprometimento que este pode gerar das receitas tributárias. No caso do *non-recourse*, esta é uma operação de alto risco e, como tal, dificilmente financiada pelo setor bancário, ou exige-se uma taxa de juros tão elevada que inviabiliza o projeto, restaria a alternativa dos instrumentos de risco cuja importância em termos de financiamento é bastante limitada. Os empréstimos *limited-recourse*, são aqueles aos quais a noção de *project financing* melhor se adequa. O crédito bancário concedido é garantido pelo fluxo de caixa do projeto e pela base contratual que o sustenta, buscando-se a distribuição dos riscos entre os diversos atores. A taxa de juros cobrada é mais alta do que no caso do *full-recourse* pelas menores garantias, isto é, pelo maior risco, mas tem a vantagem de não restringir o financiamento a capacidade de endividamento do patrocinador.

A grande vantagem para o patrocinador desta modalidade de financiamento é que como o empréstimo ao projeto é não recursivo, isto não afetará o seu balanço e a sua capacidade de crédito, diferentemente de um projeto que conste no balanço do patrocinador e cujo financiamento inviabilize o acesso a novos créditos, dependendo de sua magnitude.

Como vimos, várias são as formas possíveis de contrato com o setor privado:

(i) *leasing* - o Estado constrói a obra, é o proprietário do projeto e faz o arrendamento a particulares por um período de tempo determinado; (ii) **BOT** (*Build, Operate and Transfer*) - faz-se a concessão ao setor privado que constrói, explora e posteriormente, findo o contrato, transfere o patrimônio ao setor público; (iii) **BOO** (*Build, Operate and Owner*) - neste o setor privado constrói, opera e posteriormente compra o patrimônio; (iv) **BOLT** (*Build, Operate, Leasing and Transfer*); (v) propriedade privada; (vi) prestação de serviços pelo setor privado a concessionárias públicas (terceirização); etc.

O *project finance* refere-se a viabilização de investimentos dentro dos modelos BOT/BOO/BOLT. A sua emergência se dá pela possibilidade de delimitação dos projetos (*unbundling*) e, como dissemos, se estrutura em torno de uma SPC, de modo a limitar o risco ao projeto, visando alocá-lo de forma apropriada ao participante em melhores condições de reduzi-lo. Esta é a principal arte por trás do *project finance*: a redução e a distribuição do risco de forma adequada é que determina o sucesso na obtenção dos recursos necessários, o que se obtém pela constituição da base contratual.

Os principais riscos existentes no *project finance* decorrem, em grande parte da natureza dos investimentos de infra-estrutura. Se comparados com os projetos industriais deve-se destacar as seguintes características destes projetos: (i) na fase de construção - maior prazo de maturação do investimento; irrecuperabilidade dos recursos investidos caso o projeto não seja concluído (*sunk-costs* elevados); (ii) na fase de operação – perfil monopolista (utilidades públicas) e demanda relativamente estável (baixa substitutibilidade, pequena sazonalidade, essencialidade e crescimento contínuo em função de pressões demográficas e do desenvolvimento económico). Neste sentido, os investimentos em infra-estrutura tendem a ter um elevado risco na fase de construção e um menor risco de mercado, mas sem que estes últimos desapareçam.

Percebe-se, portanto, que o grande desafio de projetos de infra-estrutura é a fase de construção. É neste momento que deve-se garantir os recursos financeiros de forma adequada para viabilizar-se a conclusão das obras. O segundo desafio é conseguir que uma vez concluída a obra, renegocie-se a dívida para um prazo compatível com o fluxo de caixa necessário para a sua amortização. Observa-se que na fase inicial (construção) o importante é a disponibilidade de fundos, podendo inclusive constituir-se de uma série de empréstimos de curto prazo renováveis (a dívida bancária pode ser o mecanismo), mas uma vez concluída a obra tem-se a

necessidade de consolidar esta dívida (fundar) em um prazo longo para que as receitas geradas permitam o pagamento dos serviços e do principal da dívida, neste momento faz-se necessário a existência de mecanismos de financiamento de longo prazo na economia. Um outro ponto é a necessidade de taxas de juros estáveis, uma vez que oscilações nestas podem tornar deficitário um projeto que se mostrava rentável.

Para que os riscos possam ser distribuídos adequadamente no *project finance*, eles devem ser delineados com muito mais clareza do que nos projetos públicos tradicionais. As principais contingências que devem ser consideradas são: (i) riscos de construção – falhas no cronograma de implementação (demora na entrega que amplia o custo financeiro) ou custos que excedam o previsto; (ii) riscos operacionais ou de mercado – problemas de desempenho da planta, receita abaixo da esperada etc.; (iii) riscos políticos e risco país – expropriação, sub-tarifação, estabilidade das regras, proibição de remessa de lucros, etc.; (iv) riscos macroeconômicos – taxa de câmbio, taxa de juros etc. Estes últimos riscos podem ser resolvidos ou pela existência de mercados futuros ou por sistemas de garantias públicas contra as oscilações do valor da moeda nacional e da taxa de juros.

A alocação dos riscos entre os participantes costuma ser um processo difícil e demorado, até que se obtenha os acordos contratuais que atendam os interesses das diversas partes. Já existem algumas salvaguardas e convenções para lidar com esta complexidade, determinadas pelas próprias características do setor de infra-estrutura. Os principais contratos de suporte do *project finance*, fora o contrato de concessão, são:

(i) contrato de construção - feito entre a SPC e as empreiteiras visa eliminar do patrocinador o risco da fase de construção referente a conclusão da obra. Neste estipulam-se o preço da obra, o prazo da entrega e especificidades sobre a qualidade da mesma; responsabilizando-se a construtora por possíveis perdas decorrentes de falhas que comprometam o fluxo de caixa do projeto.

(ii) Contratos Comerciais tanto em relação à obtenção de matérias-primas importantes como para a venda dos serviços. Estes contratos são de grande importância quando existe o monopólio das matérias-primas ou o monopólio na aquisição de serviços. Em geral estipula-se os preços e as quantidades a serem negociadas.

(iii) contrato de operação e manutenção: contrato firmado com uma operadora qualificada a operar o projeto e fazer a sua manutenção. Neste estipula-se metas de

desempenho para os operadores em termos de grau de utilização da capacidade instalada, produtividade, custos variáveis, etc. Deve-se atribuir responsabilidades de desempenho ao operador que deve sofrer sanções decorrentes de prejuízos devido ao mau desempenho.

(iv) contratos de acionistas e contratos financeiros - Define-se, entre outras coisas, as prioridades nas camadas de capital, em termos de recebimento, o comprometimento de capital dos acionistas, a forma de remuneração das dívidas subordinadas, etc. Nestes contratos garante-se a vinculação das receitas do projeto ao pagamento das obrigações. É importante destacar este ponto: o *project finance* ao quebrar a ligação projeto-empresa faz com que as receitas do projeto não sejam do patrocinador, este passa a receber apenas os dividendos em caso de o projeto gerar lucro, mas por outro lado, limita a responsabilidade dos patrocinadores com o projeto ao montante do capital integralizado, de modo que não se comprometa outras parcelas de seu patrimônio.

(v) contrato com uma instituição financeira, chamada trustee, para a administração do fluxo de caixa do projeto. O objetivo é garantir o cumprimento dos contratos financeiros, isto é, a prioridade dos recebimentos.

Paralelamente a esta série de contratos, desenvolve-se uma base de seguros que buscam cobrir os riscos na construção, os riscos políticos, riscos cambiais, risco de não abastecimento, calamidades naturais, etc. Ou seja, para cada contrato acima mencionado, em geral, exige-se a presença de um seguro para garantir o ressarcimento dos prejuízos pelo não cumprimento de uma das cláusulas. Além disso, acompanha-se uma série de garantias públicas em relação, por exemplo, a remessa dos serviços da dívida para o exterior (quando conta-se com financiador estrangeiro), a convertibilidade da moeda (em alguns casos o país deve possuir um fundo de recursos administrados por alguma instituição financeira internacional para comprovar o comprometimento com a convertibilidade), garantias contra forças maiores (catástrofes naturais, guerra, revoluções, expropriação, etc) e, em muitos casos, linhas de crédito *stand-by* que garantam a continuidade do projeto em caso de aparecimento de algum imprevisto.

Dada a complexidade dos projetos envolvidos, dos mecanismos de repartição de riscos e do volume de recursos envolvidos, não existe uma única forma de financiamento que atenda a todas as necessidades do projeto. Em geral tem-se que utilizar aporte de capital dos patrocinadores, dívida bancária, títulos securitizados,

debêntures conversíveis, linhas de crédito *standy by*, seguros, produtos derivativos (opções, *swaps*, etc), etc. As necessidades de cada fase do projeto são diferenciadas, e cada projeto possui suas próprias especificidades, ou seja, não existe uma única estrutura financeira para todos os projetos. As engenharias financeiras devem ser montadas caso a caso.

Com estas características, percebe-se que o desenvolvimento do *project finance* só foi possível pelas profundas transformações ocorridas no sistema financeiro internacional que permitiram o desenvolvimento de novos produtos financeiros, novas técnicas para a administração de riscos e o surgimento de novos atores no sistema financeiro com lógicas de atuação diferentes do sistema bancário tradicional, além da própria transformação do sistema bancário.

O *project finance* como enfatizamos é mais do que o simples financiamento de um projeto, mas envolve a alocação apropriada de cada um dos riscos aos participantes em melhores condições de reduzi-lo. Assim altera a natureza do risco repartindo-o entre acionistas, contribuintes, operadores, consumidores, construtores, empresas de seguro, etc. Por se tratarem, em geral de modelos BOT (*Build, Operate and Transfer*) e o financiamento do tipo *limited recourse*, onde as garantias são o fluxo de caixa do projeto e a sua base contratual, exige um melhor monitoramento de sua execução e operação, um aumento na transparência no fluxo de informações e um sistema judiciário eficiente para dirimir controvérsias contratuais e fazer valer as garantias.

## *ii) Dificuldades e potencialidades*

Apesar deste modelo ser uma forma adequada de financiamento da participação do setor privado em investimentos de infra-estrutura, tanto em parcerias com o setor público como em regimes de concessões, ao possibilitar uma melhor distribuição do risco. Alguns problemas, porém, permanecem.

Em primeiro lugar, para que este modelo seja viável, o projeto deve ser rentável, isto é, as tarifas devem refletir tanto o custo operacional como o de capital. Se, por um lado, pode-se ganhar em eficiência, por outro, pode-se eliminar a equidade no acesso. No Brasil, quando a infra-estrutura estava a cargo do governo federal, recorria-se, em muitos casos, ao chamado subsídio cruzado, em que determinada parcela dos consumidores financiava (subsidiava) o acesso dos demais, ou, simplesmente, a empresa provedora arcava em prejuízos que depois acabavam sendo repassados para o Tesouro. Em um sistema em que pretende-se assegurar a

rentabilidade para estimular-se o investimento, deve-se pensar em outros mecanismos para garantir-se a equidade no acesso.

Em segundo lugar, este tipo de financiamento requer a existência de recursos financeiros de longo prazo. No Brasil, estes recursos sempre foram obtidos ou no exterior ou junto aos fundos de poupança compulsória. Estes últimos estão em crise, restando apenas os recursos do FAT (Fundo de Amparo do Trabalhador) que alimentam o BNDES. Na exposição anterior não considerou-se como um problema a restrição de recursos considerando-se que havendo bons projetos haveria financiamento. Isto pode ser verdade quando considera-se um acesso sem restrições ao mercado financeiro internacional, dado as dimensões dos países. Mas, esta não é a situação, existindo a necessidade de existência de fontes internas de poupança para completar as fontes externas uma vez que existem restrições ao endividamento externo dados pelo Balanço de Pagamentos e pelo fato de que os projetos de infraestrutura geram receita em moeda nacional. Além disso, instabilidades em relação ao fluxo de capitais e crises cambiais podem prejudicar os investimentos, gerando descontinuidades, além de poder colocar os projetos em dificuldades financeiras com a diminuição do retorno. Necessita-se, portanto, de fontes internas estáveis o que poderia ser obtido tanto com recursos previdenciários como com impostos vinculados e outros tipos de contribuições.

Em terceiro lugar, deve-se notar que para o desenvolvimento destes novos mecanismos de financiamento é necessário um grande aperfeiçoamento do mercado de capitais nos países em desenvolvimento. Nestes países, em geral, não existem condições informacionais adequadas nem um sistema judiciário adaptado para resolver os problemas contratuais que possam emergir. O desenvolvimento de instituições privadas de classificação de riscos e órgãos públicos reguladores são de fundamental importância para garantir um fluxo adequado de informações aos investidores e facilitar a monitoração da utilização dos recursos. Este processo tem sido bastante acentuado pelos programas de privatização que tem colaborado para o desenvolvimento do mercado de capitais e pela globalização financeira que força uma adaptação das regras aos padrões vigentes nos países desenvolvidos. O BNDES pode desempenhar um importante papel na divulgação de informações pela expertise acumulado na avaliação de projetos de infra-estrutura além de poder oferecer um suporte (serviços de consultoria) para os municípios na montagem dos projetos. Esta atuação do BNDES poderia ser transitória pelos constrangimentos políticos que



geraria, mas poderia ser um embrião para o desenvolvimento destas atividades no país.

Outro ponto que deve ser destacado em relação ao quadro institucional refere-se a regulação dos serviços de utilidades públicas. Como destacou-se estes tendem a constituir-se em monopólios naturais. Deve haver agências reguladoras capacitadas para fiscalizar e garantir o cumprimento dos contratos, preservando os interesses da população.

Uma outra dificuldade no Brasil, para uma efetiva participação do setor privado resolvendo o problema dos investimentos em infra-estrutura refere-se as amplas diferenças regionais, que relaciona-se à questão do acesso discutido acima, e a forma como se deu a descentralização. Quanto as diferenças regionais a preocupação refere-se ao possível desinteresse do setor privado pelas regiões mais pobres e menos densamente povoadas. Quanto ao segundo aspecto deve-se notar que grande parte dos problemas urbanos concentram-se em metrópoles (regiões metropolitanas) estendendo-se por mais de um município. Em vários casos de serviços públicos o poder concedente é o município e a inexistência de instâncias que possam coordenar os investimentos em termos regionais pode levar a soluções ineficientes.

Os problemas de coordenação e de garantia de acesso das regiões mais pobres poderiam ser resolvidos por meio de fundos infra-estruturais criados com as contribuições/recursos internos que citamos acima. Estes deveriam ter características nacionais, mas não serem centralizados no governo federal como ocorria no modelo anterior. Sua gestão poderia ser feita por meio de um conselho com representantes das três esferas de governo e da sociedade civil. Seus recursos seriam utilizados para apoiar investimentos com participação privada e para possibilitar, em casos necessários, a concessão de subsídios ou para estender a provisão para áreas em que o mercado não teria interesse devido a baixa renda da população ou baixa densidade populacional.

Propõe-se um modelo de provisão de infra-estrutura que se baseia, principalmente, em recursos do setor privado mas que ainda preserve um espaço para o setor público para garantir-se uma maior coordenação dos investimentos e o acesso da população de baixa renda e das regiões mais pobres. Esta coordenação não pode ser confundida com centralismo mas deve ser feita de forma democrática e transparente com a participação por adesão de estados e municípios. O repasse das verbas dos fundos infra-estruturais (nacionais) poderia ser feita através de fundos

criados a níveis regionais, estaduais e municipais que contariam também com aportes de verbas dos governos estaduais e municipais. Os recursos poderiam ser utilizados para financiar uma participação minoritária dos governos nos investimentos de infraestrutura com o setor privado, colaborando para a obtenção de empréstimos, ou ainda, para a concessão de garantias. Independente do arranjo, a questão da coordenação dos investimentos e do acesso são problemas que devem ser solucionados em um modelo com maior participação do setor privado sob o risco de acentuar-se a concentração de renda no país.

#### **IV. Comentários Finais**

A preocupação básica do artigo era discutir alternativas de financiamento para um conjunto de investimentos cuja responsabilidade tem sido transferidas para os municípios. Como qualquer agente, na maior parte dos casos, as receitas correntes (próprias) são insuficientes para financiar grandes investimentos, com o que deve-se recorrer a recursos de terceiros. Assim, a maior pressão por investimentos nas instâncias municipais traz à tona a questão do endividamento. A forma como este deve se dar difere de acordo com a natureza do investimento, se é tipicamente público ou se oferece condições de rentabilidade privada. Para o primeiro caso discutimos a possibilidade de desenvolvimento de um mercado de títulos públicos municipais e para o segundo caso apresentou-se o *project finance* e a necessidade de participação do setor privado.

Para o desenvolvimento destes mecanismos no Brasil, uma série de modificações são necessárias, principalmente no que diz respeito a provisão de informações, a eficiência do sistema judiciário, a estabilidade das regras, a transparência na gestão pública, o desenvolvimento do mercado de capitais, a existência de recursos de longo prazo, entre outras. A questão básica que tentamos levantar é a impossibilidade de se tentar promover uma ampla descentralização das obrigações, ampliando as responsabilidades das instâncias sub-nacionais com a provisão de serviços, com as grandes restrições colocadas em termos de financiamento.

Na questão do endividamento municipal na forma de títulos deve-se salientar as proibições impostas pelo governo federal através do BACEN conforme medidas aprovadas pelo Senado Federal. Assim, qualquer endividamento municipal (lançamento de títulos) está sujeito a autorizações dessas instâncias, porém alguma

liberalização deve ocorrer. Em relação ao *project finance*, apesar de algumas experiências em andamento no BNDES em conjunto com o IFC e outras instituições internacionais, deve-se destacar o pequeno alcance deste instrumento até o momento no Brasil, tanto pela não participação do sistema financeiro privado nacional, desacostumado a financiamentos de longo prazo, como ao fato do BNDES ainda tratar esta modalidade, de forma semelhante às outras operações, colocando a grande exigência de garantias como um entrave ao seu desenvolvimento.

Deve-se prosseguir na descentralização, pois isto facilita o controle popular e a eficiência, mas deve-se criar mecanismos que flexibilizem o financiamento dos municípios sem que isto se transforme em irresponsabilidade fiscal.

## V. Bibliografia

- BANCO MUNDIAL (1999). **World Development Report – 1999/2000**. Washington: Banco Mundial.
- BURKI, S.J. PERRY, G. & DILLINGER, W. (1999). **Beyond the center: decentralizing the State**. Washington: Banco Mundial.
- DAHER, Samir El “Municipal Bond Markets: prospects for Developing Countries” World Bank, (mimeo), February, 1997
- DILLINGER, W. (1995) “Decentralization: Politics and Public Services” In: AFFONSO, R. & SILVA, P.L. (org.). **A Federação em Perspectiva: ensaios selecionados**. São Paulo: FUNDAP.
- FERREIRA, C. K. (1996) **Financiamento da Indústria e da Infraestrutura no Brasil: crédito de longo prazo e mercado de capitais**. Tese de Doutorado. UNICAMP
- FREIRE, M. HUERTAS, M & DARCHE, B. “Acesso sub-nacional ao mercado de capital : a experiência latino americana.” (mimeo) WBI, ESAF, IPEA, Brasília, 1999.
- HEMMING, R. & SPAHN, P.B. (1997) “European Integration and the Theory of Fiscal Federalism.” In: BLEJER, M.I. & TER-MINASSIAN, T. (ed.) **Macroeconomic Dimensions of Public Finance: essays in honour of Vito Tanzi**. London: Routledge.
- MUSGRAVE, R. & MUSGRAVE, P. (1980) **Finanças Públicas**. Rio de Janeiro: Campus
- OATES, W. E. (1972) **Fiscal Federalism**. New York: Harcourt Brace Jovanovich.
- PINHEIRO, A.C. & CABRAL, C. (1998) “Mercado de Crédito no Brasil: o papel do judiciário e de outras instituições” **Ensaio BNDES** n.º 9. Rio de Janeiro, dezembro.
- PÉREZ, Lorenzo L. “Diferentes Sistemas de Controle de Endividamento dos Governos Sub-nacionais”. (mimeo) Apresentação feita no Curso de Relações Fiscais Intergovernamentais. ESAF/FIPE/Instituto do Banco Mundial, Brasília, 1999.
- PRUD’HOMME, R. (1995) “The danger of decentralisation” **The World Bank**

**Research Observer** Vol. 10 n.º 2

RESENDE, Fernando “Fiscal Decentralization and Big Cities Financing in Brazil”  
**Texto para Discussão – IPEA**, nº 612, dezembro 1998.

SPAHN, P. B. (1998) “Intergovernmental Relations, Macroeconomic Stability and Economic Growth.” (mimeo)

STIGLITZ, J. (2000) **Economics of Public Finance**. 3<sup>rd</sup> ed. Norton

TANZI, V. (1996) “Fiscal Federalism and Decentralization: a review of some efficiency and macroeconomic aspects” **Annual Bank Conference on Development Economics 1995**, Washington: Banco Mundial.

TER-MINASSIAN, T. (1997) **Fiscal Federalism: Theory and practice**.

Washington: FMI