Indic. Econ. FEE, Porto Alegre, v. 29, n. 2, p. 156-179, ago. 2001

O Brasil no caminho do *project finance*

Rosemarie Bröker Bone*

Profundas mudanças têm ocorrido no Sistema Financeiro Mundial e vêm levando a reboque as economias dos países em desenvolvimento (Studart, 1995a). O Brasil encontra-se num contexto que, para tornar a sua economia mais competitiva, terá que se adaptar a essa nova atmosfera, bem como criar atrativos para os investimentos estrangeiros.

Existe uma relação de *crowding out* entre os investimentos em infra-estrutura e os investimentos totais. Pode-se dizer que os primeiros criam um teto para o crescimento da economia no longo prazo, e seus contínuos acréscimos podem deslocá-lo no tempo. Muitos fatores podem restringi-lo, mas é o setor de infra-estrutura que possui o maior peso nesse processo, pois também tem como função remover esse teto (Pinto Júnior, Souza, 1998; Rigolon, 1998).

Os investimentos em infra-estrutura reduzem os custos e aumentam a produtividade do capital nos demais setores, o que pode ser traduzido como um processo de promoção do crescimento para toda a economia. São muitos os estudos desenvolvidos para verificar a ligação existente entre a infra-estrutura e a produtividade. Como o capital aplicado no setor de infra-estrutura acaba ocasionando um efeito de crescimento do investimento total e o conseqüente aumento do emprego, acaba ocasionando um efeito conhecido como *crowding in* nos investimentos privados. Em outras palavras, os investimentos em infra-estrutura são um estímulo aos investimentos privados, que, no passado, eram originados no setor público.

O Banco Mundial, após a Segunda Guerra Mundial, reforçou a entrada do setor público no setor de infra-estrutura, a partir do redirecionamento da maior parte dos projetos para as empresas estatais. Essa realocação gerou um modo de organização dos empreendimentos conhecidos como **monopólio público territorial**, que é operado, principalmente, por empresas com estrutura produtiva vertical. Essa estrutura era vista como uma forma de facilitar as economias de escala, a escolha de tecnologia e a captação de recursos financeiros para os projetos de ampliação.

* Professora licenciada da Universidade do Vale do Rio dos Sinos (Unisinos), Doutoranda do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ) e Bolsista da Agência Nacional de Petróleo (ANP).
E-mail: rosebone@zaz.com.br

A experiência internacional mostra que a inserção do Governo no setor de infra-estrutura, na função de empreendedor-cofinanciador-administrador, foi o resultado do entendimento de que as empresas privadas já não estavam mais oferecendo à sociedade os bens e os serviços de forma satisfatória, ou seja com altos custo, baixa rentabilidade e longo prazo de maturação na produção. A inserção do Governo deveu-se, também, pela importância estratégica do setor de infra-estrutura para a busca de competitividade e à necessidade de interligar as várias regiões dentro de um país. Portanto, o afastamento de muitas empresas privadas do setor, ao longo dos anos, foi o resultado da conjunção desses fatores, dentre outros.

No Brasil, o Governo tornou-se monopolista do setor de infra-estrutura pelas mesmas razões apontadas acima, além do fato de que era necessário criar condições para um crescimento rápido. O aumento do déficit nas contas do Governo foi motivado pela necessidade de recursos para a continuidade dos empreendimentos. Contudo a permanente insuficiência de recursos governamentais para os investimentos em infra-estrutura ocorrida nas décadas de 80 e 90 gerou forte impasse quanto a sua condição de monopolista do setor.

As opções do Governo frente a esse problema seriam promover a arrecadação crescente via impostos, ou através dos recursos advindos da privatização. O autofinanciamento não era mais possível, porque a redução das tarifas para conter a inflação estava se mostrando cada vez mais inviável. Então, em virtude da baixa capacidade de arrecadação e das possibilidades de obtenção de capital com o processo de privatização, o Governo implementou, sob seu ponto de vista, a solução mais atraente, a privatização, que era, também, a tendência mundial. A privatização do setor de infra-estrutura permitiu ao Governo a possibilidade de equilibrar suas contas.

Para uma implementação mais rápida e eficaz do processo de privatizações, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) vem participando, ativamente, como financiador de empresas privadas ligadas à infra-estrutura. Como os investimentos em infra-estrutura possuem um longo período de maturação e como o BNDES é o principal agente financeiro que opera com taxa de juros de longo prazo, a ligação entre o banco e o processo de privatizações torna-se inseparável. Entretanto a insuficiência de receitas desse agente para o financiamento relativo à crescente demanda das empresas privadas tem gerado um gargalo que pode comprometer todo o processo. A fim de buscar soluções para esse impasse, torna-se necessária a criação e/ou a utilização de novas fontes de financiamento.

Uma das novas formas de obtenção de recursos para os investimentos em infra-estrutura é conhecida como *project finance*.

> "O *project finance* é uma forma de captação de recursos para financiar um projeto de investimento de capital economicamente separável, no

> qual os provedores de recursos vêem o fluxo de caixa vindo do projeto, como fonte primária de recursos para atender ao serviço de seus empréstimos e fornecer o retorno sobre seu capital investido no projeto." (Finnerty, 1999, p.2).

Nesse caso, o *project finance* retira a responsabilidade que recai sobre um único patrocinador — o Governo — e a diversifica entre vários patrocinadores, que ficam atentos à base do projeto e às suas receitas pós-implementação.

O objetivo deste trabalho é mostrar a importância de novos canais de financiamento, em especial o *project finance*. Para tanto, o trabalho está dividido em três seções, mais esta introdução. Na primeira seção, mostra-se a evolução dos investimentos em infra-estrutura, o papel dos setores público e privado e o processo de privatizações implementado na década de 90. Na segunda seção, apresenta-se, dentre as formas de financiamento, o *project finance*, suas características, vantagens e desvantagens. As considerações finais são alvo da última seção.

1 - O investimento em infra-estrutura, o papel dos setores público e privado e o processo de privatizações

No início da década de 90, novas mudanças internacionais passaram a fazer parte da agenda nacional, pois a economia mundial começou a se restabelecer e a promover, novamente, o financiamento para os países em desenvolvimento. Para o Brasil e para os demais países da América Latina, vem ocorrendo forte entrada de capital, sendo que um dos principais motivos foi a redução das taxas de juros americanas, que, frente aos rendimentos dos ativos financeiros dos países emergentes, tornou as aplicações financeiras dos EUA pouco atrativas (Meyer, 1994). Para Dailami e Leipzinger (1998), três são os fatores que fizeram com que os países em desenvolvimento recebessem maiores fluxos de capitais nos anos 90: (a) a taxa de juros declinante dos EUA; (b) as reformas positivas ocorridas nas economias domésticas, que incluíram as privatizações, a liberalização das contas corrente e de capital; e (c) as inovações financeiras, em especial, a securitização (Studart, 1998).

No Brasil, a entrada de capital estrangeiro trouxe excelente saldo em reservas internacionais, o que possibilitou ao Banco Central enfrentar os movimentos de capitais e a gerenciar, de forma estreita, a taxa de câmbio, quando num regime de câmbio administrado. Contudo, a partir de certo patamar, essas reservas passam a se constituir numa fonte de pressão sobre a taxa de câmbio. Nesse caso, a demanda por divisas deve ocorrer de maneira a absorver os capi-

tais externos não somente sobre a forma de consumo. A demanda por divisas para os investimentos em bens e/ou serviços e em infra-estrutura pode atuar em duas frentes: reduzindo o excedente de reservas e também o hiato entre o ativo e o passivo originado pela importação, ou seja, entre a rentabilidade do bem importado e a dívida contraída. Na primeira metade dos anos 90, o País ainda não tinha disponibilizado nenhum setor representativo que pudesse ser financiado pelo capital externo. Até aquele momento, as empresas, principalmente as ligadas ao setor de infra-estrutura, possuíam forte monopólio estatal quanto à exploração, à operação e à comercialização. Além disso, a fragilidade financeira do setor público e as elevadas taxas de juros internas tornavam o mercado mais instável e incerto para os possíveis investimentos.

Tornou-se consenso, naquele momento, a urgência de uma reversão do quadro, não somente pela recuperação do capital depreciado, mas para a ampliação da infra-estrutura, de forma a fazer frente ao aumento de demanda dos setores produtivos e da população em geral. O Governo passou a buscar a participação do setor privado para a retomada dos investimentos em infra-estrutura que estavam praticamente parados desde o início dos anos 80.[1]

A tendência mundial tem levado a acreditar que o setor privado é um elemento necessário, mas não suficiente, para o processo de retomada do crescimento a partir da operacionalização e do financiamento do setor de infra-estrutura. Também é consenso que a debilidade do setor de infra-estrutura é fonte de barreiras à competitividade das empresas nacionais e à retomada do crescimento com taxas significativas.

O papel dos investimentos em infra-estrutura pelo setor privado nos países em desenvolvimento é ser um veículo de atração para o capital externo. Os problemas inerentes a esses países residem num conjunto de riscos, que podem ser divididos como macroeconômicos e microeconômicos. Nos riscos macroeconômicos, encontra-se o alto Risco-País e a vulnerabilidade da balança comercial às oscilações da taxa de câmbio; por outro lado, nos riscos microeconômicos, têm-se os investimentos irreversíveis quanto aos custos e às características dos ativos específicos — em especial, o risco do projeto, que é minimizado somente ao longo do tempo. Dentre os riscos macroeconômicos, o Risco-País pode ser minimizado pela ação do Governo através de uma política de garantias e subsídios no processo de decisão dos investimentos.

---

[1] Através da Resolução nº 1.289, de março de 1987, o Governo possibilitou a criação de sociedades de capital estrangeiro, que trouxeram a oportunidade de investimentos vindos da poupança externa (Studart, 1995).

Conforme a Tabela 1, que se refere à origem dos fluxos de recursos de longo prazo (de 1991 a 2000) nos países em desenvolvimento, pode-se observar que o fluxo total mais do que dobrou comparando-se o ano de 1997 com o de 1991, puxado, principalmente, pelo setor privado. Verifica-se, no setor privado, que o maior contingente foi obtido no mercado de capitais até 1996, cedendo lugar ao Investimento Estrangeiro Direto (IED) a partir desse ano.

Tabela 1

Fluxo de recursos de longo prazo em países em desenvolvimento — 1991-00

(US$ bilhões)

ORIGEM	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
TOTAL	123,0	155,8	220,4	223,7	261,2	311,2	342,6	334,9	264,5	295,8
Fluxo oficial	60,9	56,5	53,6	48,0	55,1	31,9	42,8	54,6	45,3	38,6
Fluxo privado	62,1	99,3	166,8	175,7	206,1	279,3	299,8	280,3	219,2	257,2
Mercado de capitais	26,3	52,2	100,2	85,6	99,1	147,8	127,2	103,5	33,8	79,2
IED	35,7	47,1	66,6	90,0	107,0	131,5	172,6	176,8	185,4	178,0

FONTE: Banco Mundial 2001

Ampliando o horizonte de análise, a Tabela 2 mostra a origem dos financiamentos em infra-estrutura para os países em desenvolvimento, no período 1986-95. Pode-se verificar que o setor público vem cedendo lugar para o setor privado, mas não deixando de financiar a infra-estrutura em volumes crescentes, a partir de 1990, o que permite considerar esse ano como um ponto de inflexão. Cabe salientar que, nesse ano, ocorreu, também no Brasil, o início do processo de privatizações e de concessões. Apesar de o setor público elevar os investimentos nessa área no ano de 1995, estes equivaleram a menos da metade dos registrados pelo setor privado. Quanto aos instrumentos de financiamento, os empréstimos através do sistema bancário tradicional prevaleceram sobre os demais, sendo que a colocação de *bonds* e *equity* no mercado de capitais só se tornou expressiva a partir de 1992. Com isso, pode-se afirmar que esse mercado não tem dado suporte aos investimentos em infra-estrutura, pelo menos para os países caracterizados como em desenvolvimento (Dailami, Klein, 1997).

Tabela 2

Financiamentos em infra-estrutura, em países em desenvolvimento — 1986-95

(US$ bilhões)

ORIGEM	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
TOTAL	1,351	2,543	910	3,503	2,641	6,312	8,835	18,027	23,314	22,297
Setor público	1,251	2,378	773	2,586	0,639	2,803	3,079	5,860	7,580	6,690
Setor privado	0,100	0,165	137	0,917	2,002	3,509	5,756	12,267	15,734	15,607
Empréstimos	0,100	0,165	137	0,767	1,380	0,126	1,536	6,271	6,007	11,086
Bonds	-	-	-	0,150	0,500	0,740	1,155	3,867	5,810	3,262
Equity	-	-	-	-	0,121	2,643	3,065	2,130	3,918	1,259

FONTE: DAILAMI, M., LEIPZIGER, D. (1998). Infrastruture project finance and capital flows: a new perspective. World Bank. Disponível em: http://www.worldbank.org Acesso em: 1 dez. 2000. (Working Paper n. 1868).

Banco Mundial 1997.

A entrada do setor privado na infra-estrutura, além da urgência já citada, deve-se a outros motivos importantes. São quatro os motivos para a participação do setor privado nos investimentos em infra-estrutura: (a) substituição do setor público pelo privado em projetos de infra-estrutura, descontinuados ao longo das décadas de 80 e 90; (b) redução do custo de implementação de projetos, a partir da renegociação de contratos para a redução dos custos; (c) incremento da produtividade do capital a fim de aumentar os retornos financeiros para novos investimentos; e (d) tarifas mais comprometidas com o equilíbrio financeiro das empresas. Essas tarifas seriam mais eficientes no setor privado, porque se espera que o mesmo utilize os recursos de forma mais apropriada, gerando, com isso, fundos para expandir e melhorar o fornecimento de bens e/ /ou serviços.[2]

No Brasil, as medidas que o Governo utilizou para atrair a participação privada foram: (a) **a privatização,** o processo iniciou no período 1981-89, sendo a maior parte financiada pelo Governo;[3] (b) **as emendas à Constituição,**

[2] O Banco Mundial *apud* Pinheiro (1996) fez estimativas quanto à receita gerada pela eficiência do setor privado na administração de projetos de infra-estrutura da ordem de 60% do total.

[3] No governo do Presidente Fernando Collor, iniciado em 1990, foi lançado o Programa Nacional de Desestatização (PND), cuja maior parte das regras são seguidas até hoje. Foi criado, conjuntamente, o Fundo Nacional de Desestatização (FND), de natureza contábil, que contempla a totalidade das participações societárias em sociedades privatizáveis, de propriedade direta e indireta da União. Cabe ao BNDES a função de gerente desse fundo.

que outorgam às empresas privadas o direito de exploração da atividade exercida até então pelas empresas estatais nos setores de telecomunicações, petróleo, gás natural, energia elétrica, etc.; e (c) **as concessões,** a Lei das Concessões, de 13 de fevereiro de 1995, regulamenta as autorizações do Governo a terceiros para prestarem serviços públicos. Essa lei é tida como um marco para que as empresas privadas nacionais e estrangeiras entrem no País, principalmente no setor de infra-estrutura.

Tabela 3

Privatizações em mercados emergentes selecionados — 1991-95

PAÍSES	NÚMERO DE PRIVATIZAÇÕES EM INFRA-ESTRUTURA	NÚMERO TOTAL DE PRIVATIZAÇÕES	PARTICIPAÇÃO % DA INFRA-ESTRUTURA SOBRE O TOTAL
Argentina	11 424	14 378	79,5
México	4 958	21 278	23,3
Hungria	4 064	7 013	57,9
Indonésia	3 428	4 014	85,4
Peru	2 520	4 457	56,5
Venezuela	1 983	2 501	79,3
China	1 370	7 033	19,5
República Tcheca	1 361	2 297	59,3
Paquistão	1 011	1 565	64,6
Índia	973	4 447	21,9
Rússia	787	1 255	62,7
Bolívia	770	811	94,9
Filipinas	629	3 338	18,8
Brasil	491	9 606	5,1
Chile	403	619	65,2
Turquia	347	2 401	14,4
Outros	550	10 484	5,2
Total	39 583	114 964	34,4

FONTE: DAILAMI, M., LEIPZIGER, D. (1998). Infrastruture project finance and capital flows: a new perspective. World Bank. Disponível em: http://www.worldbank.org Acesso em: 1 dez. 2000. (Working Paper n. 1868).

Banco Mundial/DEI.

Desse processo inicial de privatizações (de 1991 a 1995), muitas empresas estatais passaram para o setor privado. Na Tabela 3, verifica-se que, na economia brasileira, 491 empresas foram privatizadas, sendo que o Governo passou a ter participação minoritária em muitas delas. Analisando a totalidade dos mercados emergentes selecionados pelo Banco Mundial, pode-se perceber que o processo de privatizações no Brasil não foi acelerado como muitos analistas acreditam, pois ele detém a 15ª posição no *ranking*, referente ao número de privatizações em infra-estrutura e uma das últimas colocações na rubrica participação percentual das privatizações em infra-estrutura sobre o total. Isto mostra que esse processo tem progredido no Brasil, mas de maneira modesta quando comparado com o de outros países em desenvolvimento.[4] A Argentina desponta no primeiro lugar entre as privatizações do grupo selecionado, em virtude da política deliberada para a redução da presença do setor público na economia.

O desempenho no processo de privatizações, principalmente dos países acima citados, não se deveu à boa classificação de risco (Risco-País), pois pertencem à grade de investimentos com classificação de médio a alto riscos.[5]

Apesar dos grandes esforços do Governo brasileiro com o processo de privatizações, pode-se ver, na Tabela 4, que os anos de melhores resultados para as receitas foram 1998 e 1997, respectivamente, e totalizando, no período 1990-99, US$ 71,129 milhões. O mesmo comportamento ocorreu para a América Latina e Caribe. Salienta-se que, enquanto o ano de 1999 foi de desaquecimento para a maioria dos países, inclusive para a América Latina e Caribe, a Argentina registrou, nesse ano, a mais alta receita com as privatizações, respondendo com mais de 50% do total do referido ano (Global..., 2001).

No Governo de Fernando Henrique Cardoso, foi feita uma agenda de privatizações, dando seqüência às metas propostas pelo Governo Collor. Nessa agenda, estão: (a) o leilão das participações minoritárias do programa de 1995; e (b) o desenvolvimento de uma estrutura de regulação centrada em dois modelos, o primeiro referente à venda dos direitos de explorar os serviços públicos para investidores privados, e o segundo, à venda de ativos com alto retorno.

---

[4] Conforme o Banco Mundial (Global..., 2001), a partir de análises do processo de privatizações nos países em desenvolvimento, percebe-se, para o Leste Europeu, Ásia e América Latina, que os investimentos em infra-estrutura nos anos de 1990 a 1993 foram aquém, tanto em termos quantitativos quanto qualitativos.

[5] Por exemplo, o Brasil possui classificação BB, a Argentina BBB- e o México BBB+, conforme a S&P para o ano 2000 (Moody's..., 2000).

Tabela 4

Receitas das privatizações no Brasil e na América Latina e Caribe — 1990-99

(US$ milhões)

PAÍSES	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Brasil	0,044	1,633	2,401	2,621	2,104	0,992
América Latina e Caribe	10,915	18,723	15,560	10,488	8,199	4,616

PAÍSES	1996	1997	1998	1999	TOTAL
Brasil	5,770	18,737	32,427	4,400	71,129
América Latina e Caribe	14,142	33,897	37,685	23,614	177,839

FONTE: Banco Mundial 2001, appedix 4, p. 186.

Conforme o Plano Plurianual de Investimentos (PPAI), a manutenção da estabilidade obtida através do Plano Real é importante, mas deve ser acompanhada de investimentos, pois é este que dá uma maior competitividade às empresas nacionais. É necessário que ocorra, conjuntamente, a atração do capital externo para esse setor, dado que as empresas privadas nacionais não possuem o capital necessário para essa envergadura. Conforme a Tabela 5, que se refere a IED por setor, no Brasil, de janeiro a outubro de 2000, pode-se verificar que os setores de telecomunicações e de manufaturas são os mais preferidos, restando aos demais pouca representatividade. O setor de telecomunicações vem recebendo grandes IED, devido ao processo de privatizações bem-sucedido e à estrutura regulatória com regras claras. Quanto ao setor de eletricidade, gás e água, muito ainda deve ser feito para torná-lo atrativo ao capital estrangeiro.

Tabela 5

Investimento Estrangeiro Direto, por setores, no Brasil — 2000

SETORES	PARTICIPAÇÃO %
Manufatura	24
Telecomunicações	33
Serviços financeiros	14
Eletricidade, gás e água	9
Comércio	7
Internet	6
Outros	7
TOTAL	100

FONTE: Cepal 2001.

A Tabela 6 mostra os investimentos em infra-estrutura no período 1990-98, e pode-se verificar que, após a implementação do Plano Real e uma série de medidas visando acelerar o processo de privatizações, esses investimentos aumentaram, com exceção de 1998; mas a sua participação no PIB ainda se manteve muito baixa em relação a 1990. Analisando-se os três setores ligados à infra-estrutura (energia, telecomunicações e transportes), verifica-se que a energia teve importantes investimentos no ano de 1990, ou seja, no primeiro ano do PND. O pior ano da rubrica foi 1994, sendo que a partir deste iniciou suave recuperação. Pode-se ver, também, que, para as telecomunicações, o biênio 1996-97 teve o maior montante investido; para os demais anos, não ultrapassou a média de US$ 3 bilhões. O setor que carece maior atenção é o de transportes, uma vez que não registra aumentos significativos nos investimentos ao longo de todo o período considerado. Dos três ramos, ferroviário, portuário e rodoviário, é ao portuário que menos atenção tem sido dispensada, tanto pelo setor público como pelo privado. As concessões ocorridas em 1996/97 no ramo ferroviário pouco contribuíram para a melhora desse transporte. Se o País mantiver a meta acordada com o FMI de manter o nível de investimento em 3,4% do PIB e em infra-estrutura de 2,4% do PIB, estará num patamar insuficiente ao sugerido pelo Banco Mundial, que é de 4% do PIB (Bird *apud* Pinto Júnior, Souza, 1998).

Tabela 6

Investimentos em infra-estrutura e participação percentual no PIB do Brasil — 1990-98

ANOS	ENERGIA (1) (%)	TELECOMU-NICAÇÕES (2) (%)	TRANSPOR-TES (3) (%)	INVESTIMEN-TOS (US$ bilhões)	PARTICI-PAÇÃO % NO PIB
1990	8,8	1,6	0,6	11,0	3,0
1991	5,7	2,8	0,9	9,4	2,5
1992	4,9	2,8	1,0	8,6	2,1
1993	4,5	3,2	0,9	8,6	1,9
1994	3,9	3,2	1,2	8,3	1,4
1995	4,2	4,0	1,1	9,3	1,5
1996	4,0	6,0	1,6	11,6	1,7
1997	4,8	7,5	1,5	13,7	1,6
1998	5,4	3,7	0,8	9,9	1,1
TOTAL	46,2	34,8	9,6	90,6	-

FONTE: PÊGO FILHO, B., et al. (1999). Investimento e financiamento da infra-estrutura no Brasil : 1990/2002. Brasília : IPEA. (Texto para discussão, n. 680). p. 14.

(1) Pela Petrobrás e Eletrobrás. (2) Pela Telebrás. (3) Pelo Geipot.

A presença de obstáculos para a continuidade das privatizações, em virtude da reduzida experiência em regulação e dos reduzidos e ineficientes canais de financiamentos, é um forte candidato a tornar a retomada dos investimentos em infra-estrutura mais difícil. As falhas de coordenação, a incerteza e o *sunk cost* dificultam a continuidade dos investimentos por um período indeterminado. Acrescenta-se a inexperiência de uma estrutura de seguros para o capital privado, contemplando os riscos inerentes ao setor de infra-estrutura. Por esses e outros motivos, o Plano Real não trouxe a recuperação dos investimentos conforme o previsto.

Ao se analisarem as estimativas de investimentos em infra-estrutura nos setores de energia, telecomunicações e transportes no período 1999-02, conforme a Tabela 7, verifica-se que são, em média, superiores a US$ 6 bilhões frente aos investimentos totais realizados no período 1990-98 (Tabela 6). A estimativa de investimentos em infra-estrutura apresentada na Tabela 7 é baseada na previsão de recursos vindos dos setores público e privado no período 1999-02. Pode-se observar que a origem dos investimentos para os setores de energia e transporte tem um maior volume vindo de fontes públicas. Acreditou-se que, ao ser

dado início ao processo de privatizações das hidrelétricas e termelétricas[6], os investimentos privados tenderiam a aumentar, reduzindo o risco de *blackout*. Porém o que se tem verificado no final do primeiro semestre de 2001 é uma sucessão de fatos que evidenciam a falta de investimentos públicos em energia desde 1999. Muitos analistas apontam a não-realização desses investimentos como o resultado dos acordos efetuados junto ao FMI, para o cumprimento do procedimento necessário para as privatizações. Contudo, após as privatizações, as empresas entrantes também não investiram, devido à falta de uma estrutura reguladora capaz de mostrar "o caminho" e as novas regras para o setor. Se essas estimativas de investimento em infra-estrutura para 1999-02 não se confirmarem e se a demanda for ainda maior, os riscos de uma falta generalizada de infra-estrutura poderá abalar até os projetos menos audaciosos.

Inúmeros questionamentos estão sendo feitos com relação às privatizações no mundo com o intuito de tentar captar as reais diferenças existentes entre o custo de empréstimos e a eficiência dos setores público e privado no que se refere aos projetos de investimento. O que se pergunta é: (a) É verdade que o custo dos empréstimos públicos é realmente menor que os privados? (b) A eficiência do setor privado é maior que a do público?

Tabela 7

Estimativa e origem prevista de recursos para os investimentos em infra-estrutura no Brasil —1999/02

(%)

SETORES	ESTIMATIVA DE INVESTIMENTOS (US$ bilhões)	SETOR PÚBLICO	SETOR PRIVADO	TOTAL
Energia	51,2	59,2	40,8	100,0
Telecomunicações	41,5	24,7	75,3	100,0
Transportes	17,8	69,1	30,9	100,0
TOTAL	110,5	-	-	-

FONTE: PÊGO FILHO, B., et al. (1999). Investimento e financiamento da infra-estrutura no Brasil : 1990/2002. Brasília : IPEA. (Texto para discussão, n. 680). p. 24.

RODRIGUES JÚNIOR, W. (1997). A participação privada no investimento em infra-estrutura e o papel do project finance. Brasília : IPEA. (Texto para discussão, n. 495). p. 33.

[6] Para maiores detalhes do setor elétrico brasileiro, ver Pinto Júnior (1999).

Para responder à primeira pergunta, é necessário considerar que o Governo é um agente econômico com baixas possibilidades de *default*. Mais especificamente, o custo do setor público para empréstimos é menor, porque o risco de *default* é muito baixo. Em outras palavras, a taxa de juros cobrada refere-se ao ativo livre de risco. O risco só aumenta quando os contratos são feitos em moeda estrangeira, dada a ocorrência de choques externos. Contudo o custo do choque, ao ser repassado para os impostos, gera uma vantagem governamental puramente coercitiva e não tem nenhum valor social (Klein, s.d.). A junção — de um lado, a característica dos projetos de infra-estrutura e, de outro lado, a capacidade de empréstimo do Governo — é que possibilitou empreendimentos com realização mais rápida e com menores riscos de interrupção.

Para responder à segunda pergunta, deve-se ter clara a presença de lentidão e ineficiência na maioria dos projetos em infra-estrutura. A eficiência administrativa do setor público comparada à do setor privado pode ser equivalente. As argumentações em favor da privatização, principalmente para o setor de infra-estrutura, são baseadas nas experiências de países em que o Governo possui empreendimentos com alta ineficiência. Nos países com baixos índices de ineficiência, a privatização ocorre de maneira lenta e gradual, porque tanto o setor público como o privado compartilham de graus de eficiência similares. Quando a privatização é o melhor caminho, cabe ao Governo criar um ambiente macroeconômico estável, a partir de esforços políticos para a desregulamentação e a liberalização do setor financeiro. Com isso, o risco político dos projetos seria minimizado, restando somente o risco comercial inerente ao empreendimento. Do processo de privatizações não se retira a possibilidade de o Governo participar dos projetos do setor privado na função de avalista, através de *underwriting*. No Brasil, o aval para os projetos é dado pelo BNDES e pelo Banco Mundial, através de seus órgãos de análise de projetos.

Os processos de privatizações e de concessões no Brasil têm seguido determinados rituais. A concessão do Governo para as empresas privadas explorarem determinados setores tem gerado várias formas de financiamento e combinações de estratégias pouco conhecidas até então.

2 - A importância do *project finance* para o setor de infra-estrutura

É num ambiente de crises econômicas e de racionamento de crédito que o co-financiamento, através do *project finance,* tem se apresentado como uma das principais opções para os projetos em infra-estrutura.

O *project finance* define-se como a captação de recursos para financiar projetos de investimento separadamente ao capital dos parceiros, onde os *leaders*

percebem a viabilidade do projeto através do estudo de viabilidade (*due diligence*), mas concretamente através do fluxo de caixa como fonte primária para atender ao pagamento do empréstimo e como retorno do capital investido através do lucro (Finnerty, 1999). Muitas outras definições são usadas; entretanto deve-se ter o cuidado de não confundir o *project finance* com financiamento e parcerias que usam os instrumentos do *project finance*.[7] De qualquer maneira, no *project finance*, a maior atenção deve ser dada à performance do projeto e não à performance dos parceiros, porque esta última é totalmente descasada da viabilidade e do sucesso do primeiro. Os principais objetivos do *project finance* podem ser resumidos, como segue: manter a capacidade de endividamento dos parceiros; minimizar os riscos dos parceiros com relação ao projeto; e desenvolver um projeto, cuja realização seria impossível com apenas um participante. Para que se realize a separação dos riscos e o aumento da capacidade de endividamento dos participantes, é criada, pelo patrocinador, uma Sociedade de Propósito Específico (SPE), que tem como finalidade dar personalidade jurídica ao projeto, com capital social próprio, e responsabilizar-se pelo ativo, passivo e fluxo de caixa (*positive covenants*). Esse procedimento contábil permite que a SPE concentre em si todas as obrigações advindas das fases de execução do projeto, ou seja, o financiamento é feito fora do balanço do patrocinador (*off balance sheet*). Os graus de liberdade concedidos pelos credores aos administradores da SPE caracterizam-se como um *corporate governance*, cujo propósito é reduzir os riscos de não honrarem os compromissos assumidos pelo projeto. São as obrigações junto aos credores que restringem seus atos administrativos (*negative covenants*).

O sucesso de um *project finance* depende da estrutura do contrato entre os parceiros, que requer ampla utilização de instrumentos legais, financeiros e comerciais. O contrato jurídico é condição necessária para o *project finance*, porque permite que todas as empresas saibam das suas reais responsabilidades, assim como dos demais sobre todas as fases do projeto (implantação, operação inicial e maturação). Os riscos oriundos da execução do projeto, na maioria das vezes, devem-se aos desvios do fluxo de caixa em relação ao previsto originalmente. Nesse caso, são os financiadores aqueles que devem implementar instrumentos de proteção. Esses desvios são causados por variações nos preços do produto, aumento dos custos e outros riscos inerentes ao contexto sócio-econômico do investimento; por exemplo, riscos de mercado, político, ambiental, dentre outros.

[7] Por exemplo, as primeiras iniciativas do BNDES — rodovia SC 400/401 (Azeredo, 1999).

Os principais parceiros envolvidos nos projetos são: patrocinador, SPE (contratante), fornecedores, compradores, empresas independentes (engenheiros, advogados, consultores financeiros e de seguros), financiador/financiado e banco custodiante. Pode ocorrer, oportunamente, a presença de outros agentes em virtude das características do projeto.

O *project finance* possui características básicas quando implementado na forma original (teórica), a saber (Azeredo, 1999): (a) expressivo risco operacional e financeiro; (b) fluxo de caixa esperado, conforme os fundamentos econômico/financeiros; (c) comprometimento total dos parceiros quanto aos riscos do empreendimento; (d) complexa engenharia financeira, como forma de alocar riscos e retornos entre todos os parceiros; (e) envolvimento de terceiros, com avaliações e pareceres sobre o andamento do projeto; (f) financiamento *non recourse* ou *limited recourse* de regresso ao patrocinador; e (g) estrutura contratual reforçada.

É importante salientar que o *project finance* não é uma modalidade de financiamento que pode ser usada como substituta à convencional, quando esta última não é aprovada por falta de capital próprio. No financiamento convencional, os credores de um projeto contabilizam o total da carteira de ativos do projeto para a formação de fluxo de caixa relativo aos serviços originados do empréstimo. Nesse caso, os ativos e o seu financiamento são partes integrantes de uma carteira de ativos e passivos do projeto.

Já a viabilidade do *project finance* depende do seu suporte financeiro, que se utiliza de instrumentos híbridos, através da combinação do crédito corporativo e dos financiamentos inerentes ao *project finance*. Para as empresas participantes do *project finance*, os tipos de financiamento podem ser os seguintes: *suppliers credit*; *buyers credit*, financiamento direto, *multi-tranch financings*, *bridge loans*, ações e debêntures. O lançamento de títulos no mercado nacional pode encontrar condições desfavoráveis, causadas pelos prazos reduzidos, pelas poucas garantias e pelas altas taxas de juros, como também porque as taxas de juros internas inviabilizam o financiamento de longo prazo. A obtenção de recursos por parte das empresas parceiras é totalmente isolada da prática desenvolvida pela SPE. Essas modalidades de financiamento possuem como fonte os seguintes canais: agências de exportação, multilaterais e de resseguro; bancos de desenvolvimento e comerciais; fornecedores; e muitos outros. No Brasil, verifica-se que os principais financiadores dos *project finances* são os agentes financeiros do setor público, tendo em vista a falta de agentes privados dispostos a correr esses riscos: BNDES, Caixa Econômica Federal e Bancos de Fomento Regionais.

O BNDES é o principal agente financeiro brasileiro que tem promovido o crédito de longo prazo para os setores que não estejam ligados ao saneamento e à habitação, que é alvo da Caixa Econômica Federal, e ao *funding* fiscal

direto, que é operacionalizado pelo BB, pelo BNB e pela BASA. Por isso, vem participando ativamente do processo de privatização como financiador de empresas privadas. Contudo suas fontes de receita são insuficientes frente à demanda por financiamentos, em virtude da grande demanda das empresas privadas, principalmente as envolvidas no processo de privatização. Os grandes desembolsos do BNDES devem-se ao processo de privatização, o que não implica que possua recursos disponíveis para novos investimentos. Conforme a Tabela 7, a estimativa de investimentos em infra-estrutura para 1999-02 é da ordem de US$ 110,5 bilhões; entretanto os recursos disponibilizados durante o período de janeiro a outubro de 2000 foram de apenas R$ 7,5 bilhões. Se a tendência de desembolsos do BNDES continuar nessa trajetória, os recursos vindos do Finame/ /BNDES contemplarão, no final de 2002, somente 27% da demanda do setor de infra-estrutura (BNDES, 2000).

Neste momento, acredita-se que os fundos de pensão, por terem entrada regular de recursos e por serem aplicadores de longo prazo, possam incrementar as possibilidades de financiamento. Os fundos de pensão teriam participação nas receitas dos projetos de investimento, o que daria ao BNDES mais fôlego para outros projetos.

Conforme Nevitt e Fabozzi apud Rodrigues Júnior (1997), o BNDES, com o auxílio do IFC, MIGA, BID e Eximbank, tem papel importantíssimo para o *project finance*, pois, sendo uma agência governamental, pode prover a garantia necessária ao projeto e estruturar as transações com os demais credores. Isto se deve ao fato de que um banco de desenvolvimento deve, além de suas atribuições tradicionais, buscar corrigir falhas de mercado que representem obstáculos ao crescimento.

Os instrumentos mais usados nos projetos desenvolvidos no Brasil são o lançamento de *bonds*, a securitização de receitas, as participações acionárias preferenciais com prazo definido de recompra e a participação acionária.

As principais vantagens do *project finance*, além das já citadas, referem-se à minuciosa contabilidade; à divisão dos riscos, inclusive os riscos políticos; e à substituição das garantias tradicionais — que são divididas em reais e pessoais, pelas garantias de performance. Em outras palavras, o *project finance* requer garantias através de contrato firmado entre as partes envolvidas, tanto quanto aos exigíveis como dos recebíveis de longo prazo. Com relação aos riscos políticos, acredita-se que a recuperação financeira do Governo é condição indispensável para que o *project finance* obtenha sucesso, apesar de não ser, na maioria das vezes, o protagonista direto do projeto.

Por outro lado, pode-se listar as principais desvantagens do *project finance*: altos custos de transação; gastos adicionais com fiscalização e avaliação constantes; riscos não previstos; e fortes restrições gerenciais aos patrocinadores.

Os custos de transação de um *project finance* são elevados em relação aos custos de procedimentos tradicionais de financiamento. Esse é um dos fatores que vem se tornando forte obstáculo ao uso dessa ferramenta. Isto se deve ao envolvimento de muitos agentes para a realização das transações que desembocam na consolidação do *project finance*. Apesar de reduzir os riscos inerentes aos projetos com financiamento convencional, ainda carece de aprimoramentos e de convencimentos quanto a sua validade. Os convencimentos referem-se aos interesses dos parceiros, que, muitas vezes, são conflitantes ou pouco esclarecidos, obrigando a inclusão de aparatos jurídicos complexos para o contorno do problema (Borges, s.d.). A incerteza quanto ao projeto e às relações entre as empresas têm sido um forte obstáculo para os analistas nas suas avaliações, principalmente no que se refere ao empreendimento e aos aspectos macroeconômicos. Quanto ao empreendimento, os principais fatores considerados são os rendimentos, os gastos previstos e imprevistos com a operação e a manutenção. Os aspectos macroeconômicos contemplam a taxa de câmbio e de juros e o custo de construção.

A capacidade do projeto de tomar emprestado depende da maturidade do sistema financeiro para essa modalidade de financiamento, onde o demandante de recursos é o próprio projeto. Quando vencidos os problemas, os financiamentos podem ser obtidos em bancos comerciais ou via mercado de capitais. Os principais fatores que influenciam a obtenção do crédito são: (a) a lucratividade do projeto, que possui duas interpretações — a primeira é dada pela taxa de retorno esperado sobre os ativos que irão cobrir os serviços da dívida, e a segunda refere-se à taxa de retorno aceitável pelos investidores do projeto —; (b) a alavancagem do projeto, que força os patrocinadores do projeto a comprometerem capital suficiente para que o mesmo seja capaz de obter o crédito almejado; (c) a avaliação de crédito da entidade-projeto, ou seja, a classificação dos títulos da dívida do mesmo, onde a alavancagem referida no item (b) é fator de maior peso nessa classificação; (d) a taxa de juros sobre a dívida do projeto deve ser significativa o suficiente para atrair mais credores e compensar o risco de não-liquidez; (e) a liquidez dos títulos da dívida do projeto, que ele está diretamente ligada à etapa em que ele se encontra. Antes do concluído do projeto, a liquidez dos títulos tende a ser baixa e os juros altos, como forma de proteção. Depois de concluído o empreendimento, a liquidez aumenta, e os juros baixam, crescendo, inclusive, a capacidade de refinanciamento através de dívidas bancárias e de lançamento de bônus públicos (Finnerty, 1999).

Dadas as vantagens e desvantagens do *project finance*, pode-se verificar que essa modalidade de financiamento é uma das opções possíveis para o setor de infra-estrutura. Muitos são aqueles que argumentam que o *project finance* é uma alternativa de financiamento originada da escassez de recursos por um só agente. Podem-se resumir em três itens os projetos ideais para um *project*

finance: (a) os capazes de funcionar como unidades autônomas; (b) os projetos com prazo certo de conclusão; e (c) aqueles com lucratividade superior ao custo de realização (Finnerty, 1999).

Para Rodrigues Júnior (1997), os efeitos positivos do investimento através do *project finance* ampliam-se para os demais setores pela criação de novos agentes econômico-financeiros e da ampliação dos já existentes, tais como: consultores, seguradoras, bancos, advogados, emprestadores, dentre outros.

No mundo, a implementação do modelo de financiamento através do *project finance*,[8] tem gerado grandes expectativas entre as empresas ligadas à infra-estrutura, especialmente as ligadas ao transporte. Como no Brasil o ramo dos transportes é ainda pouco explorado, esse fato pode trazer fortes influências para o desenvolvimento interno. Conforme a Tabela 8, referente à participação percentual de *project finance* por setor de infra-estrutura no mundo, verifica-se que o ramo de transportes registra os maiores percentuais, seguido pelo setor de energia elétrica. O setor de telecomunicações tem participação insignificante no ano analisado. A partir dos dados fornecidos pela Tabela 6 e confrontados com a Tabela 8, que diz respeito ao percentual de *project finance* por setor de infra-estrutura no mundo, pode-se verificar que o quadro apresentado para os investimentos em transporte no Brasil pode ser modificado, em virtude do desenvolvimento do *project finance*. Para o setor de telecomunicações, o processo de investimento é regido por uma dinâmica diferente.

Na Tabela 9, considera-se o número de *project finance*, no ano de 1996, nos dez primeiros mercados emergentes, e verifica-se que essa modalidade de financiamento vem se tornando disseminada nesses países. O Brasil detém o quinto lugar, com 23 projetos[9], representando um montante de US$ 5,8 milhões, enquanto a Argentina, seu principal parceiro comercial no Mercosul, registra 19 projetos, mas com valor unitário pouco representativo quando comparado ao dos demais países.

Na Tabela 10, referente ao número de *project finance* e aos respectivos valores por região do mundo nos anos de 1997 e 1998, observa-se uma queda acentuada dessa rubrica: de 624 projetos para somente 271 projetos, uma queda de 43%; e de US$ 236,4 milhões para US$ 111,52 milhões, queda de 47%.

---

[8] Das várias modalidades de privatizações e de concessões no mundo, a maioria dos *project finances* é implementada conforme a modalidade *build, operate and transfer* (BOT); já no Brasil, as concessões do Governo, especialmente para as empresas de energia (petróleo, gás e energia elétrica), têm seguido a modalidade *build, own and operate* (BOO).

[9] Para informações sobre os *project finances* desenvolvidos pela Petrobrás, ver Faria e Rodrigues (2000).

Tabela 8

Project finance por setor de infra-estrutura — 1993

RENDA	TRANSPORTES	ENERGIA ELÉTRICA	TELECOMUNICAÇÕES	OUTROS	TOTAL
Mundo (1)	60	13	2	25	100
Renda alta (2)	48	8	2	42	100
Renda média (3)	69	16	3	12	100
Renda baixa (4)	57	29	0	14	100

FONTE: RODRIGUES JÚNIOR, W. (1997). A participação privada no investimento em infra-estrutura e o papel do project finance. Brasília : IPEA. (Texto para discussão, n. 495). p. 56.

(1) Total de projetos no mundo,148. (2) Em países de renda alta, 64. (3) De renda média, 77. (4) De renda baixa, 7.

Tabela 9

Os 10 primeiros mercados emergentes em *project finance* — 1996

PAÍSES	NÚMERO DE PROJETOS	VALOR TOTAL DO PROJETO (US$ milhões)
Indonésia	72	14,145
Tailândia	31	9,432
China	64	8,383
Índia	28	6,911
Brasil	23	5,796
Turquia	14	3,890
Malásia	13	3,575
Argentina	19	3,447
Chile	15	3,231
Paquistão	13	2,738

FONTE: DAILAMI, M., KLEIN, M. (1997). Government support to private infrastruture projects in emerging markets. World Bank. Disponível em: http://www.worldbank.org Acesso em: 1 dez. 2000. (Working Paper n. 1861).

As várias crises econômicas são apontadas como o principal motivo para a *performance* negativa dos países nos anos de 1997e 1998. A região que mais sofreu seus reflexos foi a Europa, tanto no número de *project finance* como no montante gasto. Os países desenvolvidos também registraram desempenho negativo, mas em menor grau, dadas suas posições mais consolidadas quanto à estabilidade política e econômica e à maturidade do mercado. Salienta-se que são necessárias alternativas de contorno à incerteza, a fim de que ocorra o incremento necessário dessa modalidade de financiamento. Também um longo caminho deve ser percorrido para que os mercados se convençam da importância do *project finance* na obtenção de recursos destinados aos setores prioritários da economia, em especial a infra-estrutura. Sabe-se que muitos esforços institucionais estão sendo feitos para dirimir as dúvidas e melhorar os instrumentos jurídicos e econômicos. De qualquer forma, como cada *project finance* deve ser tratado individualmente, somente a reputação e *know-how* dos parceiros no projeto têm condições de eliminar as barreiras existentes.

Tabela 10

Project finance por região do mundo — 1997-98

REGIÕES	NÚMERO DE PROJETOS		VALOR (US$ milhões)	
	1997	1998	1997	1998
Europa	207	104	81,703	26,173
Ásia	191	63	58,405	27,477
América Latina	105	49	41,610	33,554
América do Norte	75	33	28,400	15,033
Oriente Médio e Norte	35	14	22,876	7,169
África e Sub-Saara	11	8	3,429	2,114
Participação dos países desenvolvidos	380	140	123,169	60,069
TOTAL	624	271	236,423	111,520

FONTE: PROJECT finance in developing coutries (s.d). International Finance Corporation. [s.l.] : IFC Publications. Disponível em: http://www.ifc.org/publications/htm Acesso em: 26 out. 2000.

3 - Considerações Finais

Após a Segunda Guerra Mundial, o Banco Mundial incentivou o setor público a dominar o setor de infra-estrutura, tornando-se um grande monopolista.

A queda dos investimentos, principalmente em infra-estrutura, na década de 80 e em parte dos 90 foi resultado da profunda instabilidade econômica do País, principalmente em virtude das altas taxas de inflação. O Governo manter tarifas socialmente aceitáveis era uma tarefa diariamente difícil, e criar novas fontes de arrecadação era impossível naquele momento. Em virtude dessa debilidade, o setor de infra-estrutura passou a viver momentos de total abandono, tornando seu fornecimento caótico.

A falta de recursos mais a tendência mundial de privatizações do setor de infra-estrutura deu alma nova ao Governo, com a possibilidade de arrumar "a casa" através da desestatização. Esse processo foi iniciado no fim da década de 80, mas incrementado no Governo Collor. Contudo somente em 1995, no Governo de Fernando Henrique Cardoso, com a Lei das Concessões, é que foi dado um salto no marco regulatório.

O BNDES participa do processo de privatizações como o agente de avaliação e de repasse dos recursos necessários aos investimentos requeridos pelas empresas privatizadas. Entretanto, frente à crescente demanda, vem apresentando escassez de recursos. A falta de recursos, novamente, vem à tona, agora por parte do BNDES, e pode ser o início de uma fase de descontinuidade do investimento para a economia brasileira, justamente quando se aposta no crescimento a taxas de 4% a 5% a.a.

Novas formas de financiamento são requeridas para manter a atratividade da economia nacional e dos investimentos em infra-estrutura para as empresas privadas estrangeiras: o *project finance*.

O *project finance* define-se como a captação de recursos para financiar projetos de investimento separadamente ao capital dos parceiros, onde os *leaders* percebem a viabilidade do projeto através do estudo de viabilidade (*due diligence*), mais concretamente, através do fluxo de caixa, como fonte primária para atender ao pagamento do empréstimo e como retorno do capital investido. As vantagens são muitas, mas a principal é o descolamento total do projeto em relação às empresas envolvidas, o que permite maior margem de manobra para todos os envolvidos. As desvantagens residem nos altos custos de transação, originados, na grande maioria das vezes, pela falta de relacionamentos precedentes entre as empresas envolvidas e o significativo volume de capital apostado no projeto.

A necessidade de um amadurecimento institucional para esse tipo de projeto torna-se urgente, à medida que o setor de infra-estrutura requer um longo período de maturação e não pode ficar vulnerável às crises econômicas mun-

diais. Como foi visto, as últimas crises (México, Ásia e Rússia) influenciaram, negativamente, a economia dos países, de forma a reduzirem os *project finances* nos anos de 1997 e 1998.

O esforço para que o *project finance* se torne um mecanismo de fácil operação, tanto para a obtenção de financiamentos como para a continuidade dos empreendimentos, deve englobar o Governo e as empresas privadas. Somente a institucionalização de procedimentos, que reúna e concilie os interesses, pode evitar que os custos relativos ao desenvolvimento das negociações se tornem insuportáveis.

Bibliografia

AZEREDO, A. R. (1999). **Financiamento de longo prazo no Brasil**: "Project Finance" como alternativa para a infra-estrutura. Tese (Mestrado) – COPPEAD, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.

BNDES (2000). Disponível em : http://www.bndes.gov.br Acesso em: 15 dez. 2000.

BORGES, Luiz F. X. (s.d.). **Project finance e infra-estrutura**: descrição e críticas. BNDES. Disponível em : http://www.bndes.gov.br Acesso em 20 out. 2000.

CARNEIRO, Dionísio D., GARCIA, Márcio G. P. (1995). **Private international capital flows to Brazil**. Rio de Janeiro : PUC-RJ/Departamento de Economia. (Texto para discussão, n. 333).

DAILAMI, M., KLEIN, M. (1997). Government support to private infrastruture projects in emerging markets. **World Bank**. Disponível em: http://www.worldbank.org Acesso em: 1 dez. 2000. (Working Paper n. 1861).

DAILAMI, M., LEIPZIGER, D. (1998). Infrastruture project finance and capital flows: a new perspective. **World Bank**. Disponível em: http://www.worldbank.org Acesso em: 1 dez. 2000. (Working Paper n. 1868).

DAILAMI, M., LIPKOVICH, I., DYCK, J. V. (s.d.). A computer simulation approach to risk management in infrastruture project finance transations. **World Bank**, Disponível em: http://www.worldbank.org Acesso em: 1 dez. 2000. (Working Paper n. 2083).

FARIA, V. C. de Sá, RODRIGUES, A. P.(2000). **O papel do project finance na viabilização de projetos de infra-estrutura**: caso do setor de petróleo & gás natural. Rio de Janeiro : [s.n.], out. (Rio Oil and gas expo and conference).

FERREIRA, Carlos K. L. (1995). **O financiamento da infra-estrutura**: o papel do "project financing". São Paulo : FUNDAP. (Texto para discussão, n. 25).

FERREIRA, P. C. (1996). Investimento em infra-estrutura no Brasil: fatos estilizados e relações de longo prazo. **Pesquisa Planejamento Econômico**, Rio de Janeiro : IPEA, v. 26, n. 2, p. 231-252, ago.

FINNERTY, J. D. (1998). **Project finance**: engenharia financeira baseada em ativos. Tradução: Bazán Técnica e Lingüística. Rio de Janeiro : Qualitymark.

GARCIA, Márcio G. P. (1999). **O financiamento à infra-estrutura e a retomada do crescimento econômico sustentado**. Rio de Janeiro : PUC-RJ/ /Departamento de Economia. (Texto para discussão, n. 336).

GLOBAL development finance 2001 (2001). **World Bank**, Washington DC : WB.

KLEIN, Michael (s.d.). Risk, taxpayers and the role of government in project finance. **World Bank**, Disponível em: http://www.worldbank.org Acesso em: 1 dez. 2000. (Working Paper n. 1688).

MEYER, A. (1994). **Os limites internos do ingresso de capitais externos no Brasil no início da década dos 90**. São Paulo : IESP. (Texto para discussão/IESP, n. 15).

MOODY'S pode melhorar classificação do Brasil (2000). **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 18 ago. Finanças e Mercados, p. B-1.

MOREIRA, Hélio C. (1999). **Project Finance**. BNDES. Disponível em : http://www.bndes.gov.br Acesso em 20 out. 2000.

PÊGO FILHO, B., et al. (1999). **Investimento e financiamento da infra--estrutura no Brasil** : 1990/2002. Brasília : IPEA. (Texto para discussão, n. 680).

PINHEIRO, A. C. (1996). O setor privado na infra-estrutura brasileira. **Revista do BNDES**, v. 3, n. 5, p. 3-30, jun.

PINTO JÚNIOR, H. Q. (1999). O papel das inovações financeiras e a entrada do capital privado: as mutações do contexto de financiamento da indústria elétrica brasileira. In: BORENSTEIN, C. R., et al., orgs. **Regulação e gestão competitiva no setor elétrico brasileiro.** Porto Alegre : Ed. Sagra Luzzatto. p. 159-180.

PINTO JÚNIOR, H. Q., SOUZA, F. E. Pires de (1998). Investimentos em infra-estrutura no Brasil: desafios e perspectivas. In: Velloso, J. P. R., org. **A crise mundial e a nova agenda de crescimento**. José Olympio Ed. p. 372-406.

PROJECT finance in developing coutries (s.d.). **International Finance Corporation**. [s.l.] : IFC Publications. Disponível em: http://www.ifc.org/publications/htm Acesso em: 26 out. 2000.

RIGOLON, F. J. Z. (1998). O investimento em infra-estrutura e a retomada do crescimento econômico sustentado. **Pesquisa Planejamento Econômico**, Rio de Janeiro : IPEA, v. 28, n. 1, p. 129-158, abr.

RODRIGUES JÚNIOR, W. (1997). **A participação privada no investimento em infra-estrutura e o papel do project finance**. Brasília : IPEA. (Texto para discussão, n. 495).

STUDART, R. (1995). **O retorno dos fluxos de capital privado e o desenvolvimento econômico**: questões teóricas face a uma conjuntura internacional adversa. Rio de Janeiro : UFRJ/IE. (Texto para discussão, n. 354).

STUDART, R. (1995a). **Investment finance in economic development**. Londres : Routledge.

STUDART, R. (1998). Securitização, derivativos e investidores institucionais: um novo padrão de financiamento de longo prazo. In: OLIVEIRA, A., PINTO JÚNIOR, H. Q., orgs. **Financiamento do setor elétrico brasileiro**: inovações financeiras e novo modo de organização industrial. Rio de Janeiro : Garamond. p. 103-124.

STUDART, R. (2000). Financial opening and deregulation in Brazil in the 1990s moving towards a new pattern of development financing? **The Quaterly Review of Economics anf Finance**, v. 40, n. 1, p. 25-44.