

Descentralização e endividamento municipal: formas, limites e possibilidades

Amaury Patrick Gremaud

Professor do Departamento de Economia da FEA-RP
Universidade de São Paulo

Rudinei Toneto Jr

Professor do Departamento de Economia da FEA-RP
Universidade de São Paulo

Palavras-chave

endividamento municipal,
project finance, descentralização.

Classificação JEL H74

Key words

municipal debt, *project finance*,
descentralization.

JEL Classification H74

Resumo

O principal objetivo do artigo é discutir alternativas de financiamento para os investimentos sob responsabilidade das prefeituras municipais. Em geral, as receitas correntes são insuficientes para financiar grandes investimentos, o que traz à tona a questão do endividamento municipal. A forma que este pode assumir 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 aqui a possibilidade de um mercado de títulos públicos municipais e para o segundo debate-se o *project finance* e a necessidade de participação do setor privado.

Abstract

The objective of this article is to discuss alternatives to finance investments by municipalities. In general, current revenues are insufficient to finance large investments, what brings about the necessity of municipal indebtedness. These could assume different manners, according to the nature of the investment: if it is typically public or if it offers private return. For the first case, we discuss the possibilities of a municipal bond market and, for the second, we discuss project finance and the participation of the private sector.

1_ 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 à inter-relação entre as diferentes esferas de governo. Grande parte das mudanças veio em decorrência de uma profunda crise econômica que 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, com as maiores facilidades de saque, o não-retorno dos projetos financiados e a precarização das relações de trabalho, que diminuíram o fluxo de recursos para o fundo;
- ii. do acirramento da crise ter ocorrido em um momento de democratização, com o atendimento às pressões sociais reprimidas e à ampliação da autonomia financeira de estados e municípios.

É 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 receita de governos sub-nacionais fez-se com um esforço fiscal significativo. Esse esforço, porém, não foi igualmente distribuído entre os entes federativos (Afonso, *et al.*, 1998).

Neste ponto, deve-se notar que a forma assumida pela descentralização brasileira dos anos 80 – o aumento das transferências – criou uma série de dificuldades para o equilíbrio federativo. O mecanismo de transferência federal (fundos de participação) foi criado com o objetivo de compensar as unidades federadas que possuíam menor capacidade de arrecadação, ou seja, são direcionados principalmente para os municípios com menor população. Em tais municípios, as demandas em termos de desenvolvimento

urbano são significativamente inferiores àquelas dos municípios com maior densidade demográfica. Assim, passou a existir “sobra” de recursos nos municípios menores, que não precisavam se preocupar com a arrecadação própria e aumentaram as despesas de custeio. Por outro lado, houve uma escassez nos municípios maiores.

Houve um processo *ex-post* de descentralização dos gastos com os governos subnacionais assumindo novas responsabilidades. A desarticulação na questão referente ao desenvolvimento urbano e a crise de emprego na economia brasileira, com a ausência de políticas de crescimento executadas pelo Governo Federal, colocaram pressões adicionais nos governos estaduais e municipais, que estimularam a guerra fiscal.

A redistribuição de receita, como dissemos, 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 assumidas pelas metrópoles e diminui a capacidade relativa de gerar renda própria por meio de taxas e impostos. Tendo em vista o exposto, um dos pontos mais difíceis

a ser resolvido na estrutura federativa brasileira, antes do desequilíbrio vertical, é o seu desequilíbrio horizontal¹ (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, uma vez que estão comprometidos pelo significativo aumento dos gastos de custeio pós-Constituição.² 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, de modo 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 público-privado na provisão de serviços públicos, fundos de desenvolvimento municipal/regional, instituições de microcrédito *etc.*

É possível pensar que a articulação deste conjunto de iniciativas gere um novo tipo de gestão municipal mais

.....
¹ O desequilíbrio vertical ocorre entre as diferentes instâncias (Federal, Estadual, Municipal), quando algum nível tenha falta de recursos frente a suas despesas e em outro o inverso. O desequilíbrio horizontal se dá entre as unidades que compõem uma instância. É a situação em que, em alguns municípios (ou estados), haja falta de recursos frente às suas atribuições e em outros ocorra o inverso.

² Em alguns casos também existem fortes pressões financeiras em função da elevação dos juros.

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 possa ser aplicada no desenvolvimento econômico e social dos municípios. Isto, em conjunto com a escassez de recursos e a busca de eficiência, remete à questão da participação do setor privado e à ampliação das despesas de capital, o que traz à tona a questão do endividamento municipal.

2_ O endividamento sub-nacional: justificativas e problemas

O crescimento das despesas de capital, especialmente nos municípios de maior porte e as dificuldades para financiá-lo, dado que não é o único gasto que cresceu no período recente, remete-nos à questão do endividamento municipal.

A possibilidade de endividamento pode ser justificada por uma série de argumentos: aumentar a flexibilidade orçamentária, melhorar a gestão financeira, possibilitar a antecipação de receitas e a continuidade das despesas, especialmente quando houver forte sazonalidade nas receitas – o acesso ao mercado financeiro possibilitaria 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 os benefícios deste tipo de despesa estão distribuídos ao longo do tempo e a dívida permite distribuir também seu custo ao longo do tempo, gerando assim eficiência em termos inter-geracionais, ou seja, possibilitando a compatibilização do período de consumo do serviço com o de pagamento.

As críticas ao endividamento municipal são de duas ordens:

- i. restrição à condução eficiente da gestão macroeconômica da União;
- ii. utilização política com despesas eleitoreiras, 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-texto convencionais (Musgrave e Musgrave, 1980 e Stiglitz, 2000), a função estabilizadora do governo é atribuída às instâncias centrais. Existem, para tanto, uma série de argu-

mentos (Oates, 1972):³ se a moeda é emitida centralmente e a política monetária é responsabilidade federal, a política fiscal, uma vez que está entrelaçada com a monetária, também deve ser centralizada. Outra forma de colocar o argumento, é que o risco de monetização dos déficits fiscais de governos sub-nacionais pode colocar em dificuldade a capacidade do Banco Central de 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,⁴ especialmente levando em consideração as liberdades então existentes quanto ao endividamento sub-nacional.⁵ Não é sem razão que as propostas e medidas recentes de reforma fiscal atuam em sentido inverso, isto é, mesmo sem modificar os recursos possuídos pelos diferentes níveis governamentais, diminuem a capacidade dos mesmos em determinar impostos e em tomar empréstimos. A própria Lei de Responsabilidade Fiscal no Brasil e as diferentes regras quanto ao gasto e endividamento

das esferas sub-nacionais estão inspiradas nesse ponto de vista.

Contudo, merece destaque o fato de 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 alcançados 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 unificação monetária européia recolocou a mesma discussão (Hemming e Spahn, 1997), porém em outro contexto: até que ponto é possível ter uma política monetária européia unificada, dando forte autonomia aos países da coalizão? Em que medida deve-se impedir os diferentes governos europeus de tomarem recursos empestados? A resposta até aqui 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), inclusive com endividamento dos países membros.

Assim, surgiu uma série de novos elementos, recolocando em discussão alguns aspectos teóricos que balizavam a postura de incompatibilidade entre a des-

³ Mais recentemente ver Tanzi (1996) e Prud'homme (1995)

⁴ Ver por exemplo Prud'homme (1995), Banco Mundial (1999) e Burki, Perry & Dillinger (1999).

⁵ Tanto por meio dos bancos públicos estaduais quanto no próprio mercado privado.

centralização e a estabilização. Neste sentido, consagra-se a idéia de que houve na literatura uma superestimativa da necessidade de centralização das políticas macroeconômicas. Esta decorre de diversos aspectos (Spahn, 1998):

- i. das hipóteses de choques regionalmente simétricos e de economias fechadas;
- ii. da assunção de mercados de capitais segmentados e de comportamento não-cooperativo das esferas sub-nacionais;
- iii. do desprezo quanto aos efeitos “*supply side*” da política fiscal;
- iv. do desprezo pela possibilidade de construção de instituições e regras que provoquem automaticamente a estabilização.

Existe assim uma revisão das posturas mais críticas, procurando mostrar que não-necessariamente o controle macroeconômico do país estaria *sub judicis* 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 é necessária uma “restrição orçamentária rígida”⁶ para os entes sub-nacionais ganha destaque (Ter-Minassian, 1997).

3 _ As formas de endividamento municipal: modelos e requisitos

Várias são as modalidades de endividamento, dependendo de sua motivação. Quando o endividamento visa a dessazonalização das receitas, as principais modalidades de empréstimo são: antecipações de receitas, emissão de títulos de curto prazo e acordos de postergação de pagamentos. Quanto ao financiamento dos investimentos, deve-se fazer a distinção entre aqueles 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 aqueles cujo objetivo é prover um bem público, o qual não gerará uma receita futura claramente atribuível a tal investimento.

Neste último caso o financiamento faz-se 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 às receitas específicas *etc.* Já no caso de investimentos que geram receitas próprias, existem outras formas de financiamento: securitização de restituíveis e financiamento de projeto (*project finance*). Nestes últi-

.....
⁶ Entende-se por restrição orçamentária rígida o fato do ente sub-nacional ter suas fontes de receitas e suas atribuições claramente definidas e não ser possível mudanças nestes pontos, nem negociações freqüentes transferindo receitas e despesas entre os entes.

mos, 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.

3.1_ O mercado de títulos municipais

3.1.1_ Alguns requisitos para a existência de um mercado

A grande dificuldade para que se forme no mercado de capitais um mercado de títulos municipais genéricos⁷ é o fato das competências e responsabilidades dos governos locais não estarem definidas com clareza. A questão central é o estabelecimento de relações entre as diferentes ins-

tâncias 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 das receitas 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 a ampliação da arrecadação própria e a eficiência na arrecadação.⁸

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 às operações determinadas da municipalidade com recursos para seus pagamentos 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

.....
⁷ Chamamos de título genérico àqueles que não são vinculados legalmente a um tipo específico de gasto ou que não tenham uma fonte específica de renda do município atrelada a este título, como garantia, por exemplo.

⁸ Deve-se destacar que um conjunto de avanços estão sendo alcançados nas administrações tributárias municipais, em especial devido à utilização dos recursos do PMAT (Programa de Modernização da Administração Tributária) do BNDES.

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 às auditorias externas. Para tal, deve-se criar padrões para disponibilizar informações que possibilitem a avaliação de riscos pelos investidores. Neste sentido é desejável, inclusive, o desenvolvimento de indicadores financeiros para as prefeituras. Além disto, 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 ser compreensíveis aos olhos dos investidores.⁹

As agências de *rating* ganham importância exatamente nos elementos anteriormente levantados. Dadas as dificuldades de processamento de informações relativas à 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. Isso é bastante comum no início do estabelecimento de tais mercados, especialmente quando não há qualquer tipo de mecanismo (auto)regulador entre os agentes, que estabeleça um conjunto de diretrizes mínimas. Estas deveriam promover a padronização dos procedimentos e das informações das municipalidades.

Estes pontos são importantes não apenas no lançamento primário dos títulos, novamente impedindo que a operação se constitua numa *transação a portas fechadas*, mas também para a viabilização do mercado secundário destes títulos, diminuindo os custos para a municipalidade com a ampliação da liquidez dos títulos.¹⁰

Outro elemento importante neste quadro é a capacitação dos quadros municipais. Deve existir um corpo funcional apto a realizar os serviços requeridos para a captação dos recursos, os quais não se resumem aos procedimentos contábeis, mas também 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 estas se tornam fonte de suspeitas e dúvidas. Com o intuito de diminuir os

.....
⁹ No caso de emissões em mercados internacionais alguma adequação frente às práticas internacionais, respeitando a legislação nacional, também é requerida.

¹⁰ Para aumentar a liquidez e reduzir os custos desta operação é possível conceder isenção de impostos.

custos na colocação dos títulos e fornecer maior transparência, parece interessante a criação de um organismo específico que atue com títulos sub-nacionais, que promova uma padronização mínima, estabeleça diretrizes para a preparação e a própria colocação dos títulos, faça a custódia e a liquidação, dando transparência ao mercado. O objetivo deste organismo é múltiplo, mas parece fundamental a idéia de existirem referenciais de preço para o mercado, de modo a permitir a avaliação das diferentes emissões.

3.1.2_ Os modelos de controle de endividamento¹¹

Como frisamos anteriormente, a possibilidade de descontrole das políticas de estabilização e os riscos de uso político do endividamento traz a necessidade de

se regular estas emissões de títulos (ou mesmo todo o endividamento dos municípios). Desta forma 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 em que exista completa liberdade de lançamento de títulos, a regulação far-se-ia pelo próprio mercado,¹² 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 solvência da mesma no longo prazo. Dois requisitos parecem importantes neste caso, além das observações feitas no item anterior:¹³ 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;¹⁴ de outro, regras claras de procedimento quanto ao *default* das municipalidades, tais como execução de garantias e leis de falência municipal.¹⁵

Outro modelo possível é o estabelecimento por parte do Governo Federal de regras sobre o endividamento municipal.¹⁶ Neste caso também existem várias

¹¹ Ver Ter-Minassian (1999).

¹² Pode-se citar como exemplos de países que em parte adotam este sistema: Finlândia, Portugal, Canadá para suas Províncias e, de certa maneira, o próprio Brasil em alguns momentos

¹³ Especialmente as relativas à disponibilidade de informações e às operações de *bailing-out*.

¹⁴ A obrigatoriedade de aquisição de títulos públicos sobre os agentes não parece ser aqui uma boa prática.

¹⁵ Um elemento importante que faz parte da restrição orçamentária rígida é o não-socorro do Governo Federal, ou que este socorro esteja previsto e ocorra com regras preestabelecidas e disponíveis a todos os municípios.

¹⁶ Temos aqui como exemplo os Estados Unidos e a Itália e também a Lei de Responsabilidade Fiscal e das resoluções do Senado brasileiro sobre o tema.

possibilidades, dependendo de qual seja o objetivo do controle e quais os instrumentos disponíveis. Assim podem ser estabelecidos limites sobre o montante do endividamento, 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) e, também, pode-se limitar as 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. Os sistemas de contabilidade e informação também devem ser claros e transparentes e a possibilidade de utilização de truques contábeis para fugir às regras deve ser mínima. O maior problema deste modelo é a 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, assim podemos voltar à situação de desequilíbrio horizontal; por outro lado, po-

dem ocorrer mudanças no quadro macroeconômico do país que tornam 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.¹⁷ Evita-se a inflexibilidade, mas requer-se um alto grau de cooperação entre as unidades e um efetivo comprometimento com a disciplina fiscal.¹⁸ 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,¹⁹ em que 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.

.....
¹⁷ Ao invés de regras pré-estabelecidas temos um endividamento coordenado entre as esferas (Ter-Minassian, 1999). Como exemplos internacionais temos: Austrália, África do Sul, Bélgica, Dinamarca, entre outros.

¹⁸ Os governos subnacionais neste modelo devem estar ativamente envolvidos no processo de formulação dos objetivos macroeconômicos do país e dos parâmetros fiscais subjacentes.

¹⁹ Ocorre na Áustria, Grécia, Noruega e Espanha.

Ou seja, para efetivamente existir o lançamento de uma 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 *referendum*). Este tipo de ação não apenas amplia o poder de decisão da população e a transparência do procedimento, diminuindo a utilização eleitoreira dos empréstimos, como também aumenta a responsabilização dos cidadãos frente às questões da municipalidade.

Cumpramos destacar ainda aqui que, para o caso brasileiro, a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) e as Resoluções de n.ºs 40 e 43 do Senado brasileiro tocam diretamente nestes pontos. Por um lado, impõe-se a metodologia dos limites de endividamento (limites relativos à receita corrente líquida), deixando antever problemas relativos à magnitude e homogeneidade dos limites frente à heterogeneidade dos municípios e de sua evolução. Por outro lado, porém, especialmente com a LRF, pode-se pensar de maneira mais clara na efetiva montagem de um mercado de títulos, pois a referida lei avança em dois pontos fundamentais para tal: a imposição de regras que se aproximam da ideia de restrição orçamentária rígida e a

imposição de regras orçamentárias e de apresentação de contas e resultados que, além de homogeneizar as contas municipais, dão a elas maior transparência, elemento fundamental para a constituição de um mercado de títulos municipais que funcione de modo limpo.

3.2_0 “project finance”

As instâncias municipais estão sendo cada vez mais pressionados para realizarem investimentos em infra-estrutura urbana. 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. Os investimentos do segundo tipo podem ser atraentes para o setor privado e terem financiamento diferente do endividamento municipal discutido acima. Uma modalidade possível para ser utilizada nestes casos é o chamado *project finance*.

3.2.1_ Definições, características e modalidades²⁰

O *project finance*, cuja tradução corresponde ao financiamento de um projeto específico, não se limita 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 envolvi-

.....
²⁰ Sobre a montagem de um *project finance* ver Ferreira (1996), Finnerty (1998) e Bonomi e Malvessi (2002).

dos, de modo que se possa prescindir da presença do Estado, enquanto patrocinador. Quando se fala em *project finance*, compreende-se que o projeto é financiado com base em suas próprias perspectivas e riscos, tornando-o independente da(s) empresa(s) originária(s) que o faz (em), isto é, há uma cisão entre projeto e empresa. Dessa forma, o financiamento não depende do suporte de crédito dos patrocinadores do projeto, mas da expectativa de receita a ser gerada pelo projeto ao longo do tempo. Assim, mesmo que o município participe do projeto, o financiamento está ancorado no seu retorno 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 aportado 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 assim três tipos de projetos:

- i. *full-recourse* – aquele que conta com o aval do Tesouro, constituindo-se em 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* – em que 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 se refere mais propriamente ao *project finance*. É algo intermediário entre os dois anteriores, não havendo garantia plena do Tesouro, mas em que a estrutura contratual faz com que as garantias não se limitem ao fluxo de caixa, havendo uma repartição do risco entre os diversos atores envolvidos.²¹

.....
²¹ No Brasil, o modelo utilizado no pós-guerra foi o *full-recourse*.

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, é exigida uma taxa de juros tão elevada que inviabiliza o projeto. Restaria aí 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 à 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, isso 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.

Várias são, portanto, 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 à viabilização de investimentos dentro dos modelos BOT/BOO/BOLT. A sua emergência se dá pela possibilidade de delimitação dos projetos (*unbundling*) e, como dissemos, estrutura-se 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 infraestrutura: maior prazo de maturação do investimento; não-recuperação dos recursos investidos, caso o projeto não seja concluído (*sunk-costs* elevados); mas, com perfil monopolista (utilidades públicas) e demanda estável (baixas substituição e sazonalidade, caráter essencial) com crescimento relativamente contínuo em função de pressões demográficas e do desenvolvimento econômico. Assim, estes investimentos tendem a ter um elevado risco na fase de construção e um risco menor de mercado, mas sem que este desapareça.

Percebe-se, portanto, que o grande desafio de projetos de infra-estrutura é a fase de construção. É neste momento que se devem garantir os recursos financeiros de forma adequada para viabilizar a conclusão das obras. O segundo desafio é conse-

guir que uma vez concluída a obra, a dívida seja renegociada 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 ser constituído de uma série de empréstimos de curto prazo renováveis (a dívida bancária pode ser o mecanismo), mas uma vez concluída a obra existe 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 necessária 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 das mesmas 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 aos interesses das diversas partes. Já existem algumas salvaguardas e convenções para lidar com tal complexidade, determinadas pelas próprias características do setor de infra-estrutura. Os principais contratos de suporte do *project finance*, fora o contrato de concessão, são (Ferreira, 1996):

- i. contrato de construção – feito entre a SPC e as empreiteiras, visa eliminar do patrocinador o risco da fase de construção referente à conclusão da obra. Neste estipu-

lam-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, estipulam-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 estipulam-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 sofre sanções decorrentes de prejuízos devido ao mau desempenho;
- iv. contratos de acionistas e contratos financeiros – definem-se, en-

tre 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 comprometam 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 busca cobrir os riscos na cons-

trução, os riscos políticos, riscos cambiais, risco de não-abastecimento, calamidades naturais *etc.* Ou seja, para cada contrato acima mencionado, em geral, é exigida a presença de um seguro para garantir o ressarcimento dos prejuízos pelo não-cumprimento de uma das cláusulas. Além disso, uma série de garantias públicas é dada em relação, por exemplo, à 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, guerras, revoluções, expropriações *etc.*) e, em muitos casos, linhas de crédito *stand-by*, que garantam a continuidade do projeto em caso de aparecimento de algum imprevisto.²²

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

.....
²² É preciso tomar cuidado com a questão das garantias públicas, pois pode-se criar um passivo contingencial (endividamento potencial) difícil de ser avaliado.

standy by, seguros, produtos derivativos (opções, *swaps*) 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, o aprofundamento do *project finance* só foi possível em função das transformações ocorridas no sistema financeiro internacional que permitiram o desenvolvimento de novos produtos financeiros, novas técnicas para a administração de risco e o surgimento de novos atores no sistema financeiro com lógicas de atuação diferentes do sistema bancário tradicional.

3.2.2_ Dificuldades e potencialidades

Apesar deste modelo, ao possibilitar uma melhor distribuição do risco, 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, alguns problemas 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, é possível ganhar em eficiência; por outro, pode-se eliminar a equida-

de no acesso. No Brasil, quando a infra-estrutura estava sob responsabilidade 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 com prejuízos que depois acabavam sendo repassados para o Tesouro. Em um sistema em que se pretende assegurar a rentabilidade, para estimular o investimento, deve-se pensar em outros mecanismos para garantir a equidade no acesso. Qualquer subsídio que se pretenda introduzir deve especificar qual a fonte de receita para financiá-lo. Este não pode ficar sob responsabilidade do projeto.

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 se considerou como um problema a restrição de recursos, considerando-se que havendo bons projetos haveria financiamento. Isto pode ser verdade quando se considera um acesso sem restrições ao mercado financeiro

internacional, dado as dimensões dos países. Mas, esta não é a situação, existindo a necessidade de fontes internas de poupança para completar as fontes externas, uma vez que há restrições ao endividamento externo, dadas pelo Balanço de Pagamentos e pelo fato de que os projetos de infra-estrutura geram receita em moeda nacional.²³ Além disto, 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. Fontes internas estáveis são necessárias, 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 (Pinheiro e Cabral, 1998). O desenvolvimento de instituições privadas de classificação de riscos e órgãos públicos reguladores é de fundamental importância para garantir

um fluxo adequado de informações aos investidores e facilitar a monitoração da utilização dos recursos. Este processo tem sido acentuado pelos programas de privatização que têm 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* acumulada 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 estrangulamentos 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 à regulação dos serviços de utilidades públicas. Como foi destacado, 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 in-

.....
²³ As dificuldades relacionadas ao financiamento em moeda estrangeira e retorno em moeda nacional podem ser vistas no caso recente do setor elétrico e das telecomunicações no Brasil. Grande parte do ônus acaba sendo transferida ao consumidor com introdução de correções tarifárias relacionadas com o câmbio. Desta forma aumenta a vinculação entre choques externos e inflação e amplia-se a instabilidade macroeconômica.

vestimentos em infra-estrutura, refere-se às amplas diferenças regionais, que se relacionam à questão do acesso discutido acima e a forma como se deu a descentralização. Quanto às 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 concentra-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 à 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 feito por meio de fundos regionais, estaduais e municipais, que contariam também com aportes de verbas dos respectivos governos. Os recursos poderiam ser utilizados para financiar uma participação minoritária dos governos nos investimentos de infra-estrutura com o setor privado, colaborando para a obtenção de empréstimos ou, ainda, para a concessão de garantias. Independente do arranjo, as questões da coordenação dos investimentos e do acesso são problemas que devem ser solucionados

dos em um modelo com maior participação do setor privado sob o risco de acentuar-se a concentração de renda no país.

4_ Comentários finais

A preocupação básica do artigo era discutir alternativas de financiamento para um conjunto de investimentos cuja responsabilidade tem sido transferida para os municípios. Como qualquer agente, na maior parte dos casos, as receitas correntes (próprias) são insuficientes para financiar grandes investimentos, com o que se deve 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 destacamos o *project finance* e a necessidade de participação do setor privado.

Para o desenvolvimento destas alternativas de financiamento no Brasil, várias modificações são necessárias, principalmente no que diz respeito à provisão de informações, à eficiência do sistema

judiciário, à estabilidade das regras, à transparência na gestão pública, ao desenvolvimento do mercado de capitais, a existência de recursos de longo prazo *etc.* A questão básica que tentamos levantar é a impossibilidade de se tentar promover a descentralização das obrigações, ampliando as responsabilidades das instâncias locais na 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 e pela Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF). Assim, qualquer endividamento municipal (lançamento de títulos) está sujeito a autorizações destas 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 ope-

rações, 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.

Referências bibliográficas

AFONSO, J. R. R. *et al.*

Municípios, arrecadação e administração tributária:

quebrando tabus. *Revista do BNDES*, n. 10, dez. 1998.

BANCO MUNDIAL. World Development Report – 1999/2000. Washington: World Bank, 1999.

BONOMI, C. A.; MALVESSI, O. *Project finance no Brasil: fundamentos e estudo de casos*. São Paulo: Editora Atlas, FGV-EAESP, 2002.

BURKI, S. J.; PERRY, G.; DILLINGER, W. *Beyond the center: decentralizing the State*. Washington: Banco Mundial, 1999.

FERREIRA, C. K. *Financiamento da indústria e da infraestrutura no Brasil: crédito de longo prazo e mercado de capitais*. 1996. Tese (Doutorado) – UNICAMP.

FINNERTY, J. D. *Project finance: engenharia financeira baseada em ativos*. Porto Alegre: Qualitymark, 1998.

HEMMING, R.; SPAHN, P. B. 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, 1997.

MUSGRAVE, R.; MUSGRAVE, P. *Finanças públicas*. Rio de Janeiro: Campus, 1980.

OATES, W. E. *Fiscal federalism*. New York: Harcourt Brace Jovanovich, 1972.

PINHEIRO, A. C.; CABRAL, C. Mercado de crédito no Brasil: o papel do judiciário e de outras instituições. *Ensaio BNDES*, n. 9, Rio de Janeiro, dez. 1998.

PRUD'HOMME, R. The danger of decentralisation. *The World Bank Research Observer*, v. 10, n. 2, 1995.

RESENDE, Fernando. *Fiscal decentralization and big cities financing in Brazil*. IPEA, n. 612, dez. 1998. (Texto para discussão).

SPAHN, P. B. *Intergovernmental relations, macroeconomic stability and economic growth*. World Bank, 1998. Mimeogr.

STIGLITZ, J. *Economics of public finance*. 3. ed. Norton, 2000.

TANZI, V. *Fiscal federalism and decentralization: a review of some efficiency and macroeconomic aspects*. Annual Bank Conference on Development Economics, 1995. Washington: World Bank, 1996.

TER-MINASSIAN, T. *Controle do endividamento de governos subnacionais: experiências internacionais*.

In: ESAF SEMINÁRIO INTERNACIONAL SOBRE FINANÇAS PÚBLICAS. Brasília: ESAF, 1999.

TER-MINASSIAN, T. *Fiscal federalism: theory and practice*. Washington: FMI, 1997.

.....
 : Uma primeira versão deste :
 : artigo foi apresentada no :
 : Encontro da Sociedade de :
 : Economia Política em :
 : Fortaleza no ano de 2000. :
 : Agradecemos os comentários ali :
 : recebidos e também as :
 : sugestões de dois pareceristas :
 : desta revista. Os erros :
 : remanescentes são de :
 : responsabilidade dos autores. :
 :
 : **E-mail de contato dos autores** :
 : rtoneto@usp.br :
 : agremaud@usp.br :
 :