



Marcelo Miterhof

Economista do BNDES.
Doutorando em economia
pela Unicamp

A Dutra e o financiamento de projetos no Brasil¹

A concessionária Rio-SP que opera as rodovias Dutra (Rio de Janeiro-São Paulo) e a Rio-Santos, no trecho do Rio de Janeiro a Ubatuba, controlada pelo grupo CCR, recebeu em julho último um financiamento do BNDES de até R\$ 10,75 bilhões, o que incluiu a maior emissão de debêntures incentivadas já feita no Brasil (R\$ 9,4 bilhões).

Os números associados a essa concessão são impressionantes.

São 626 km de rodovias federais, conectando 34 municípios, que somam 25,5 milhões de habitantes, e os dois maiores polos econômicos do país. Segundo dados da concessionária, 70 milhões de veículos leves e 25 milhões de veículos pesados trafegam pelas duas rodovias anualmente e cerca de metade do PIB do país circula por elas.

O investimento previsto é de R\$ 15,5 bilhões, o maior entre todas as concessões rodoviárias, o que propiciará: 1) a expansão de 40% da capacidade das duas rodovias; 2) a construção de uma nova pista de subida da Serra das Araras; 3) a duplicação de 82 km da Rio-Santos, entre Mangaratiba e Angra dos Reis, além da construção de faixas adicionais nos demais trechos; 4) a implanta-

ção de 602 km de faixas adicionais e 144 km de vias marginais nas duas rodovias; e 5) ter 100% de monitoramento por câmeras e 100% de conectividade ao longo das rodovias. A concessão deve gerar 5.500 empregos, entre diretos e indiretos, no segundo ano de concessão, e 220 mil ao longo de seus 30 anos.

O setor de rodovias amadureceu expressivamente nas últimas três décadas. Depois de um período de desarticulação – ocorrido nos anos 1980 com o fim da vinculação de tributos, que havia permitido nas décadas anteriores a implantação no país de uma extensa malha rodoviária –, em meados dos anos 1990 foram iniciadas as concessões privadas no setor.

As primeiras rodovias a serem concedidas foram cinco, entre elas a Dutra, que já haviam tido a cobrança de pedágios pelo setor público até os anos 1980 e, portanto, tinham experiência e dados acerca do comportamento da cobrança pelo uso das rodovias. A partir de meados dos anos 2000 esse tipo de projeto se multiplicou.

A melhora percebida pelos usuários em relação às rodovias sem cobrança e a escolha por conceder primeiro as rodovias de maior tráfego permitiram expandir gradativamente

o financiamento dos investimentos e da operação por meio de pedágios.

Hoje, o Brasil tem 28,4 mil km de rodovias pedagiadas, o que equivale a 13,3% do total de 213,5 mil km de estradas pavimentadas. As primeiras concessões privadas venceram nos últimos anos e sua renovação permitiu consolidar o amadurecimento do setor.

Garantias

No caso da Rio-SP, o BNDES teve um papel inovador para viabilizar o financiamento. A estrutura de garantias é toda baseada em receitas e ativos do projeto. Para tanto, até 2031 não haverá distribuição de dividendos. Os acionistas precisaram ainda se comprometer a fazer aportes de novos recursos caso o projeto apresente sobrecustos sensíveis. Parte relevante desse aporte contingencial – até R\$ 3,7 bilhões – é garantida por fiança bancária emitida por bancos comerciais.

Esse é um modelo conhecido pelo termo em inglês como *project finance non recourse* (financiamento de projetos sem garantias fora do projeto). O financiamento de projetos se difere do financiamento corporativo, que conta com garantias da empresa investidora e onera suas demonstrações financeiras, tomando sua capacidade de endividamento. O financiamento de projetos eleva a capacidade dos investidores privados de participar de outros processos competitivos de infraestrutura e de levar a cabo mais projetos.

Os projetos de infraestrutura tipicamente têm despesas de capital maiores e mais prolongadas do que dos projetos industriais, fazendo com que o fluxo de caixa (receita menos

O setor de rodovias amadureceu expressivamente nas últimas três décadas, depois de um período de desarticulação – ocorrido nos anos 1980 com o fim da vinculação de tributos

despesas) demande mais tempo para se tornar positivo. Em contrapartida, também são mais duradouros os períodos de crescimento e estabilização das receitas.

Nesse contexto, o financiamento de projetos é uma forma de separar os seus riscos dos riscos de seus controladores. Se o projeto for mal, os acionistas não precisam cobrir suas perdas integralmente. Se os controladores quebrarem, o projeto segue, eventualmente sendo vendido para acionistas mais sólidos financeiramente.

Na experiência internacional, é preciso também que o financiamento não seja concentrado em um ou poucos financiadores. Uma instituição não deveria ter mais do que 10% ou 15% do financiamento total. Outro mitigador decisivo é ter uma base de seguros que cubra os riscos de construção e sobrecusto, por exemplo.

Aí mora a dificuldade de expandir o financiamento de projetos no Brasil: historicamente o financiamento produtivo de longo prazo é feito principalmente pelo BNDES

e a indústria de seguros não tem a profundidade necessária para cobrir os riscos mais sensíveis, como o de não completar o projeto.

Por isso, os *projects finance non recourse* ainda são raros no Brasil. Em geral, esse tipo de estrutura conta com garantias dos controladores ou fiança bancária para todo o valor do financiamento até o fim da fase de construção e a verificação do desempenho financeiro da concessionária. É o chamado *project finance full recourse*. Quando as garantias nessa fase prévia à conclusão físico-financeira do projeto abarcam parte do valor financiado, o termo adotado é o *project finance limited recourse*.

O financiamento da Rio-SP é um *non recourse* do ponto de vista da dívida, pois as garantias de fora do projeto não se referem ao crédito oferecido, porém tem a exigência de potenciais aportes limitados de capital, o que o torna um *limited recourse* do ponto de vista do projeto.

Uma conjunção de fatores permitiu que o BNDES não exigisse garantias fora do projeto. Há um histórico de tráfego e receita por 28 anos de concessão privada – passando por diferentes crises econômicas nacionais e globais. As concessões rodoviárias federais também experimentaram um longo período de estabilidade regulatória, com cumprimento de parte a parte das obrigações contratuais e regulamentares, incluindo a execução dos reajustes tarifários previstos.

O BNDES procurou garantir o equacionamento dos recursos para atender toda a necessidade de investimento ao longo do período de concessão, que envolve uma concentração de dispêndios nos nove primeiros anos.



Tal necessidade dificultou a participação de financiadores privados nesse primeiro período. Os bancos comerciais não conseguem garantir a disponibilidade de recursos e seus termos comerciais para tantos anos à frente. Eles não podem assegurar que terão demanda pelos papéis (fontes de recursos) para períodos tão distantes. Contudo, serão capazes de absorver parte dos riscos associados ao desempenho do projeto e aos controladores da concessão ao oferecer uma fiança bancária expressiva.

Por isso, o BNDES previu parte dos recursos (R\$ 1,5 bilhão) como um crédito contingente, mais caro, mas que pode ser sacado caso não haja outra fonte mais atrativa no futuro. O BNDES garantiu o equacionamento integral das fontes de recursos para o projeto, porém também criou o incentivo para uma possível entrada do mercado privado de capitais em um momento de menor risco, com as principais obras já concluídas.

Os casos da Dutra e de outros empreendimentos – como as debêntures associadas às concessões de saneamento no Rio de Janeiro e em Alagoas – mostram uma indústria de financiamentos baseados nos projetos que amadurece no Brasil. Contribui decisivamente para isso o histórico relativamente extenso e longo de concessões, que tem perpassado governos de distintos matizes ideológicos.

O mercado privado de capitais também tem sido capaz, contando com os subsídios de isenção de imposto de renda para os investidores das debêntures incentivadas, de oferecer prazos mais longos e custos competitivos.

Nesse contexto, tem sido decisivo o papel do BNDES e de seu fun-

ding institucional de longo prazo. As fontes de recursos permitem ao banco de desenvolvimento se comprometer com desembolsos vários anos à frente e oferecer prazos compatíveis com os retornos esperados dos projetos de infraestrutura. O BNDES garante a viabilização dos projetos. E isso cria as condições para os agentes privados aderirem paulatinamente às estruturas de financiamento de projetos mais complexas e sofisticadas.

No presente caso, alguns bancos comerciais de fato tomarão parte do risco de projeto, ao conceder as fianças bancárias, porque há um banco de desenvolvimento viabilizando o estabelecimento de uma estrutura incomum no mercado brasileiro, uma que conta primordialmente com garantias nas receitas do projeto. À medida que mais estruturas *non recourse* sejam testadas, o interesse privado tende a crescer. No futuro, poderá ser possível que um financiamento de projetos ocorra tendo maior dispersão das fontes de recursos.

O BNDES opera como um “quebrador de gelo”, abrindo caminho para que outros atores do mercado de capitais possam se juntar paulatinamente e tomar parte dos riscos. Essa é uma parceria fundamental para que a economia brasileira seja capaz de prover o financiamento produtivo de longo prazo necessário aos investimentos privados. ■

¹O artigo não reflete necessariamente a opinião do banco.

*Marcelo Miterhof escreve
a cada bimestre.*