

**Infraestrutura e Parceria para o Desenvolvimento**  
**Formação em Alianças Público-Privadas**

**CONCESSÕES NO SETOR DE INFRAESTRUTURA:  
PROPOSTAS PARA ATRAÇÃO DE CAPITAL  
ESTRANGEIRO A PARTIR DE EXPERIÊNCIAS  
INTERNACIONAIS DE GERENCIAMENTO DE  
RISCO CAMBIAL**

**Edison Benedito da Silva Filho**

Brasília, agosto de 2016.

# Desafios ao Financiamento de Infraestrutura no Brasil

- Há consenso quanto ao esgotamento do financiamento público à infraestrutura no Brasil e necessidade de busca por novas fontes no setor privado, via bancos e mercado de capitais
  - Mesmo com o BNDES com “sobra de caixa”, não é conveniente expandir sua participação no crédito ao setor
- Mas o capital privado nacional pode não ser suficiente para financiar projetos complexos e de longa maturação na etapa de construção (*project finance*)
  - Dependência do governo para garantir os projetos
  - Concorrência com títulos públicos
  - Risco político e de demanda
  - Excessiva exposição dos bancos a construtoras que enfrentam dificuldades financeiras

# Desafios ao Financiamento de Infraestrutura no Brasil

- As instituições multilaterais tampouco podem atender às necessidades de expansão do setor, porque a escassez de recursos devem enfatizar projetos de maior impacto social e em regiões mais pobres.
  - Não obstante, essas instituições têm um papel decisivo no setor de infraestrutura atuando como facilitadores na captação de recursos, melhorando o desenho e execução dos projetos e avaliando seu impacto
- Por outro lado, há abundância de recursos no exterior à procura de investimentos rentáveis.
  - Baixo crescimento nas economias centrais
  - Taxas de juros próximas de zero / negativas
- Isso abre espaço para a atração de capital estrangeiro para financiar projetos de infraestrutura no país.

# Financiamento de Infraestrutura em Moeda Estrangeira

- Vantagens
  - Custo de **capital mais barato** ao concessionário
  - **Desconcentração de riscos** em uma única instituição financeira (securitização)
  - **Expertise dos bancos de investimento estrangeiros** na captação de recursos no exterior e desenho de operações estruturadas
  - Favorece interesse de **grupos estrangeiros na operação da infraestrutura**, trazendo expertise técnica e aumentando a concorrência no setor
  - Favorece **desenvolvimento do mercado doméstico de capitais**, pois o concessionário/fundo garantidor pode emitir títulos em reais lastreados em receitas denominadas em moeda estrangeira
  - Impacto da volatilidade cambial tende a ser **mitigado naturalmente** num contrato de longa duração
  - **Entrada de moeda estrangeira** no país

# Financiamento de Infraestrutura em Moeda Estrangeira

- Desvantagens
  - Risco de **descasamento cambial** entre receitas e despesas do concessionário
  - **Custo do *hedge***
  - **Repasse aos usuários** do custo do *hedge* cambial
  - Potencial **choque inflacionário** em momentos de grande volatilidade do câmbio
  - Na prática o **governo será obrigado a assumir grande parte desse risco** de forma implícita ou explícita no contrato

# Financiamento em Moeda Estrangeira

- Não obstante essas desvantagens, e a situação fiscal delicada do país, o Brasil ainda apresenta condições econômicas e institucionais que permitem ampliar a participação do capital privado no financiamento da infraestrutura:
  - Reservas em patamar elevado
  - Arcabouço institucional aperfeiçoado (novos instrumentos financeiros / garantias)
  - Grande potencial de ampliar as exportações com a melhoria da infraestrutura logística
  - Pedágios vigentes estão “baratos” comparativamente ao benefício dos usuários

## Atração de Capital Estrangeiro por meio do Compartilhamento de Risco Cambial

- A experiência internacional mostra que o compartilhamento do risco cambial é necessário para viabilizar entrada de capital estrangeiro
- É definida uma faixa de variação cambial tolerada. Oscilações que ultrapassem os limites da banda são mitigadas compartilhando risco com usuários ou Governo:
  - **Usuários:** via indexação cambial da tarifa (efeito prejudicial sobre inflação)
  - **Governo:** via *hedge* contra oscilações acima da faixa de variação tolerada

# Estratégias de Gerenciamento de Risco Cambial

- *Hedge* Natural (mitigação parcial do risco)
  - E.g.: financiamento de exportações
  - Problema: limitação de projetos financiáveis
- Swap com Moeda Local
  - Problema: custo da operação (Selic)
- Indexação do Contrato
  - Problema: custo repassado ao usuário / inflação
- Empréstimo no exterior (para países com câmbio atrelado à moeda estrangeira)
  - Problema: pode não haver reservas para assegurar o câmbio fixo



# Experiências internacionais de Gerenciamento de Risco Cambial no Setor de Infraestrutura Logística

Chile	Governo oferece <i>hedge</i> cambial para concessionário a custo reduzido para captar recursos em moeda estrangeira, cobrindo variações acima de 10%
Colômbia	Custo de <i>hedge</i> já embutido nas tarifas. Governo cobre variações cambiais acima de 10% da taxa referencial do contrato
Índia	Governo assume o risco integral do financiamento e o concessionário paga o custo de <i>hedge</i> quando houver crédito em moeda estrangeira
Jordânia	Governo cobre variações cambiais acima de 10% da taxa referencial do contrato
México	A petrolífera estatal PEMEX financia infraestrutura por meio da securitização de exportações de commodities
Nigéria	Financiamento dividido em mais de uma moeda estrangeira; parte do risco cambial é assumido pelo governo, parte é <i>hedge</i> direto pelo concessionário
Peru	Tarifas corrigidas automaticamente pela variação cambial, mas em escala menor; Governo assume risco de variações excessivas (e.g. acima de 15%)
Uruguai	Governo cobre variações cambiais acima de 10% da taxa referencial do contrato

# Estudo de Caso: Rodovias do Chile

- Modelo de concessão chileno inclui 2 mecanismos de compartilhamento de risco cambial:
  - No caso das rodovias concedidas pelo modelo “valor presente líquido”, parte desse valor é atrelado à variação cambial para garantir o financiamento em moeda estrangeira, de modo que desvalorizações do peso resultam na prática em ampliação do prazo de concessão.
  - No caso das rodovias concedidas mais recentemente, o governo garante uma receita mínima ao concessionário (modelo PPP) e parte dessa receita pode ser atrelada à moeda estrangeira. O hedge é contratado pelo governo e seu custo pago pelo concessionário.

# Concessões Chilenas Financiadas com Capital Estrangeiro

Trecho Concedido	Custo total (US\$ milhões)	Relação Dívida / Capital Próprio	Dívida em moeda estrangeira (US\$ milhões)	<i>Duration</i> da Dívida de Longo Prazo
La Serena–Los Vilos	280	63/37	158	8 anos
Río Bueno–Puerto Montt	290	70/30	180	10 anos

OBS: Ambas as concessões são operadas pelo consórcio Sacyr (capital espanhol)

# Lições do Modelo Chileno

- O modelo chileno de PPP apresenta similaridades com a proposta do IPEA. Parte do pagamento por disponibilidade é coberta contra risco cambial e o governo assume o custo de contratação do hedge, para depois repassá-lo ao concessionário.
- Mas há uma especificidade: o custo do seguro foi fixado num patamar bastante reduzido (1% do valor total segurado), e em contrapartida os concessionários foram obrigados a investir em melhorias que não estavam previstas no contrato original, visando a atender a especificações mais exigentes para redução de acidentes.

# Lições do Modelo Chileno

- No modelo proposto pelo IPEA esse subsídio ao custo de *hedge* a princípio não está previsto.
- Por outro lado poderia ser pensado um mecanismo similar para estimular as concessões já em operação a realizar investimentos não previstos em contrato sem incorrer em custos de disputas judiciais / revisões de contrato.
- Para tanto o governo ofereceria garantias / vantagens (como seguro a custo reduzido) à emissão de debêntures (ou substituição de dívida antiga mais cara) para viabilizar a realização desses investimentos.

## Modelo Concessão/PPP: Compartilhamento de Risco Cambial na Outorga/Pagamento por Disponibilidade

- No modelo proposto o compartilhamento do risco cambial em PPPs pode ser feito com o Governo a princípio sem implicar ônus de *hedge*, capitalizando o Fundo Garantidor com títulos atrelados à variação cambial
- Para isso o pagamento por disponibilidade (ou a outorga no caso de concessão) seria atrelado a variações cambiais dentro de uma banda pré-estabelecida no contrato
- Com parte das receitas denominadas em dólar, concessionário PPP pode obter financiamento externo (mais barato)
  - Fundo Garantidor cobriria variações cambiais
- Fundo Garantidor aplicaria seus recursos em títulos dolarizados
  - *Hedge* automático

## Modelo Concessão/PPP: Compartilhamento de Risco Cambial na Outorga/Pagamento por Disponibilidade

- Não só o pagamento por disponibilidade ao concessionário estará protegido contra a depreciação cambial. No caso de valorização da moeda doméstica para além do limite da banda, o Governo também recebe compensação similar por parte do concessionário.
- O mecanismo de proteção cambial poderia incluir também o repasse do custo de *hedge* cambial ao usuário.
- Mas o governo tem vantagem em relação ao concessionário privado no acesso ao mercado de dólares, então seria mais vantajoso que o próprio governo oferecesse essa opção de seguro ao concessionário (ex. Chile)

Muito obrigado.

Contato: [edison.benedito@ipea.gov.br](mailto:edison.benedito@ipea.gov.br)